



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

# STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

## DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

## AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Miluše Skopalíková

## VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2018

## Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí  
Studentka: Bc. Miluše Skopalíková  
Studijní program: Ekonomika a management  
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku  
Vedoucí práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.  
Akademický rok: 2017/18

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

### Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce a metody zpracování  
Teoretická východiska ohodnocení podniku  
Strategická a finanční analýza podniku  
Prognóza generátorů hodnoty  
Návrh finančního plán  
Náklady kapitálu  
Návrh výsledného ocenění  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. Finanční analýza a plánování podniku. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 80-245-1108-8.

SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku: teorie pro praxi. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119--7-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2017/18

V Brně dne 1.3.2018

L. S.

-----  
doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
ředitel

-----  
doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku za pomoci metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. Teoretická část obsahuje základní teoretický rámec potřebný k oceňování podniku. Dále je provedena strategická a finanční analýza podniku, prognóza generátorů hodnoty a je sestaven finanční plán. Závěrem je stanovena objektivizovaná hodnota společnosti k 1.1.2017.

## **Abstract**

The diploma thesis deals with estimation of the value of the company using the method of discounted cash flow and economic added value. The theoretical part contains the basic theoretical framework needed to evaluate the business. In the next part are processed strategic analysis, financial analysis, financial plan, and prognosis of value generators. In conclusion, the Company's objectified value is estimated to 1.1.2017.

## **Klíčová slova**

generátory hodnoty, finanční plán, průměrné vážené náklady na kapitál, diskontovaný peněžní tok, DCF, ekonomická přidaná hodnota, EVA, stanovení hodnoty podniku, ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza

## **Key words**

value drivers, financial plan, the weighted average cost of capital, Discounted Cashflow, DCF, Economic Value Added, EVA, firm value estimation, valuation of the firm, strategic analysis, financial analysis

### **Bibliografická citace**

SKOPALÍKOVÁ, M. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2018. 133 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D..

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 19. května 2018

.....

Miluše Skopalíková

## **Poděkování**

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucímu práce Ing. Michalu Karasovi, Ph.D. za rady, odborné vedení a čas, který mi věnoval během zpracování této práce. Dále bych chtěla poděkovat paní Ing. Věře Sedlákové za poskytnuté informace a čas věnovaný konzultacím.

# Obsah

ÚVOD.....	12
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ .....	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OHODNOCENÍ PODNIKU.....	14
1.1 Podnik jako předmět ocenění.....	14
1.2 Hodnota podniku, hladiny a kategorie .....	15
1.2.1 Hladiny hodnoty podniku .....	15
1.2.2 Kategorie hodnoty.....	15
1.3 Metody pro finanční ocenění podniku.....	17
1.4 Postup při oceňování .....	18
1.5 Sběr vstupních dat .....	19
1.6 Strategická analýza.....	19
1.6.1 Analýza makrookolí .....	20
1.6.2 Analýza mikrookolí.....	21
1.7 Finanční analýza podniku .....	22
1.7.1 Horizontální a vertikální analýza .....	22
1.7.2 Analýza poměrových ukazatelů .....	22
1.7.3 Čistý pracovní kapitál.....	26
1.7.4 Hodnocení výsledků finanční analýzy .....	27
1.8 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....	27
1.8.1 Provozně nutný investovaný kapitál .....	28
1.8.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	28
1.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	29
1.9.1 Tržby .....	29
1.9.2 Provozní zisková marže.....	29
1.9.3 Pracovní kapitál .....	30
1.9.4 Investice do dlouhodobého majetku.....	31
1.10 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	32
1.11 Sestavení finančního plánu .....	33
1.11.1 Postup sestavení finančního plánu .....	33
1.12 Ocenění na základě analýzy výnosů .....	34
1.12.1 Metoda diskontovaného peněžního toku.....	34
1.12.2 Cash flow pro metodu DCF entity .....	35



1.12.3	Investice pro výpočet FCFF .....	36
1.12.4	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu .....	37
1.12.5	Diskontní míra pro metodu DCF .....	40
1.13	Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty EVA .....	43
2	STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU .....	46
2.1	Strategická analýza.....	48
2.1.1	SLEPT analýza.....	48
2.1.1	Analýza mikroekonomického prostředí .....	56
2.1.2	Analýza vnitřního prostředí .....	59
2.1.3	Vymezení relevantního trhu a jeho velikost .....	61
2.1.4	Prognóza tržeb trhu .....	64
2.1.5	Analýza vnitřního potenciálu firmy a konkurenční síly podniku .....	65
2.1.6	Prognóza tržeb podniku .....	70
2.2	Finanční analýza .....	71
2.2.1	Analýza absolutních ukazatelů .....	71
2.2.2	Rozdílové ukazatele .....	78
2.2.3	Poměrové ukazatele .....	79
2.2.4	Ukazatele zadluženosti.....	80
2.2.5	Ukazatele rentability .....	81
2.2.6	Ukazatele aktivity .....	82
2.2.7	Bonitní a bankrotní modely .....	84
2.2.8	Finanční analýza konkurenčních podniků .....	85
2.2.9	Zhodnocení finanční analýzy.....	89
2.3	SWOT analýza .....	90
3	PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	93
3.1	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná .....	93
3.1.1	Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) .....	94
3.1.2	Prognóza tržeb .....	95
3.1.3	Prognóza ziskové marže.....	95
3.1.4	Prognóza pracovního kapitálu .....	98
3.1.5	Prognóza investic do dlouhodobého majetku .....	99
3.1.6	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu .....	102
3.1.7	Ocenění na základě generátorů hodnoty – předběžné .....	103
4	NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU .....	106

4.1	Finanční analýza finančního plánu.....	110
5	NÁKLADY KAPITÁLU.....	112
5.1	Náklady na cizí kapitál.....	112
5.2	Náklady na vlastní kapitál.....	112
5.3	Průměrné vážené náklady kapitálu WACC.....	114
6	NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ.....	115
6.1	Ocenění metodou DCF.....	115
6.2	Ocenění metodou EVA.....	119
	ZÁVĚR.....	122
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	124
	SEZNAM TABULEK.....	128
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	131
	SEZNAM PŘÍLOH.....	133

# ÚVOD

Oceňování podniku je složitým procesem avšak stále aktuálnějším. Důvody pro ocenění mohou být různé. Zejména vlastníci a akcionáři společnosti chtějí znát tržní hodnotu podniku a také, zda podnik bude v budoucnu dostatečně zhodnocovat jejich vložené prostředky. Zjištění hodnoty společnosti může být také požadováno v případě uzavírání úvěrů.

Stanovené hodnoty není jednoduché, úzce zaměřené téma, ale jde o komplexní soubor postupů, které pracují s mnoha daty, výpočty a úlohami. Pro správné ocenění je důležité získat co nejvíce relevantních údajů o podniku a jeho okolí.

Součástí tohoto procesu ocenění, je vypracování strategické analýzy, která zkoumá okolí podniku a samotný podnik. Důležité je mít co nejvíce objektivní a přesná data. Proces získávání dat je jednou z nejdůležitějších částí stanovení výsledné hodnoty, protože tyto proměnné mají podstatný vliv na hodnotu ocenění.

Důležitou součástí je také provedení finanční analýzy, která má za úkol rozpoznat rizika spojená s financováním společnosti.

Poté se přistoupí k ocenění zvolenou metodou, která primárně vychází z důvodu ocenění podniku. Důležité je vědět, za jakým účelem má ocenění proběhnout. Může se jednat o ocenění z důvodu koupi či prodeje nebo potřebujeme stanovit likvidační hodnotu společnosti.

V konečné hodnotě podniku pak mnohdy vystupují subjektivní postoje oceňovatele, v jaké míře je však závislé na potřebě ocenění. Existuje více podob hodnot podniku, které jsou stanovovány za různými účely.

Tématem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku ARDON SAFETY s. r. o., která se zabývá prodejem pracovních ochranných pomůcek a to pomocí výnosových metod diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. Stanovena bude objektivizovaná hodnota ke dni 1. 1. 2017.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku ARDON SAFETY s.r.o. s použitím metody DCF entity ke dni 1. 1. 2017. K dosažení tohoto cíle je nejprve nutné provést strategickou analýzu podniku, finanční analýzu podniku, zpracovat finanční plán, stanovit náklady kapitálu a určit výslednou hodnotu podniku výnosovou metodou diskontovaného cash flow. V práci bude také použita metoda ekonomické přidané hodnoty.

K dosažení cílů budou použity základní metody vědecké práce, mezi které patří historická metoda. Tato metoda je použita při zpracování strategické analýzy a zkoumá minulý vývoj a hodnocení vývoje. Dále metoda logicko-syntetická, založena na zkoumání výchozího stavu. Jako další bude použita metoda analyticko-syntetická, která je využita při stanovení generátorů hodnoty.

V práci bude použit následující postup zahrnující další metody zpracování.

1. Zpracování analytické části práce, jejíž součástí je představení oceňované společnosti. Poté provedení strategické a finanční analýzy. Výsledky těchto analýz budou shrnuty do podoby SWOT analýzy.
2. Identifikace analýza a prognóza generátorů hodnoty, dle kterých bude stanovena předběžná hodnota podniku.
3. Zpracování finančního plánu podniku.
4. Návrh ocenění podniku, vycházející z předešlých dat.

# 1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OHODNOCENÍ PODNIKU

Pro stanovení hodnoty podniku je nejprve nutno definovat teoretický rámec, kterému bude věnována tato kapitola práce.

## 1.1 Podnik jako předmět ocenění

Aby bylo možné podnik ocenit, nejprve je nutné tento pojem definovat. V literatuře se podnik vymezuje různými způsoby. Pro potřeby ocenění je nejdůležitější definice uvedená v občanském zákoníku, konkrétně v § 502. Původně byl podnik definován v obchodním zákoníku a nyní slovo podnik nahradil pojem obchodní závod (1 s. 15).

*„Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu (2).“*

Podnik se tedy oceňuje jako funkční celek, ne společnost jako právní subjekt. Součástí podniku jsou samozřejmě závazky, proto při ocenění také musí být zohledněny. Podíváme-li se na funkci podniku, rozumí se tím podnikání, které je definováno v § 420 občanského zákoníku následovně (1 s. 16).

*„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele (2)“*

Pro stanovení hodnoty je podstatné, aby podnik plnil svůj základní účel, a to je dosahování zisku, a aby splnil podmínku soustavného trvání, tedy pokračující činnosti (1 s. 16).

## 1.2 Hodnota podniku, hladiny a kategorie

Dále je důležité objasnit, co vůbec znamená hodnota podniku.

Hodnota podniku není totožná s cenou, tak jak tomu bývá například u zboží. Hodnota a cena se rovnají jen velmi výjimečně (3 s. 11).

Podle Maříka je hodnota podniku tvořena očekávanými budoucími příjmy převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu. Protože se tedy jedná o projekci budoucího vývoje, nemůže existovat jakási objektivní hodnota. Jde tedy o odhad, který je v zásadě názor oceňovatele. Hodnota je tedy závislá na subjektu, z jehož hlediska je určována a na účelu ocenění (1 s. 20).

### 1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat v různých hladinách a to:

- Hodnota brutto – kdy se jedná o hodnotu podniku jako podnikatelské jednotky, tudíž jde o celek a zahrnuje hodnotu jak pro věřitele, tak pro vlastníky. Dříve platný obchodní zákoník definoval tuto hodnotu jako obchodní majetek.
- Hodnota netto – je ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňuje se tedy vlastní kapitál podniku, který však nemusí být tak, jak je znám z účetnictví. Tato hodnota byla také dříve vymezena v obchodním zákoníku a to jako čistý obchodní majetek, což je obchodní majetek po odečtení závazků. Na tuto hodnotu lze nahlížet i ze strany vlastního kapitálu, který byl obchodním zákoníkem vymezen jako všechny vlastní zdroje financování obchodního majetku vykazující se v rozvaze na straně pasiv (1 s. 16).

### 1.2.2 Kategorie hodnoty

Po předchozích úvahách lze rozlišit několik kategorií hodnoty. Dle Maříka se jedná o čtyři následující.

**Tržní hodnota** – při položení otázky kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu v případě, že existuje trh s podniky či podíly na vlastním kapitálu, odpovědí může být

právě tržní hodnota. Používá se v případě, kdy je podnik například uváděn na burzu nebo je určen k prodeji (1 s. 22). Tržní hodnotu definují mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Committee) a této definici kladou velký důraz. „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku* (4 s. 82).“

Jakékoliv typy hodnot z hlediska oceňování jsou však vždy jen odhadem, protože tržní cena se může dnes i zítra odlišovat podle rizika trhu. Odhadce proto nemůže zaručit, že cena zjištěná dnes bude aktuální i zítra (3 s. 10).

**Subjektivní hodnota** – investiční hodnota, jde o hodnotu, jakou má podnik z hlediska kupujícího. Je ovlivněna subjektivními názory a individuálním očekáváním investora (5).

Pokud oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky z podkladů poskytnutých podnikem, například z finančních plánů a nekontroluje jejich přiměřenost, nemůže takové ocenění označit za tržní hodnotu, ale bude se jednat o hodnotu subjektivní (1 s. 27).

**Objektivizovaná hodnota** – dle odborníků objektivní hodnota podniku neexistuje, proto odhadci začali používat spojení objektivizovaná hodnota, kterou je schopen určit jen profesionál. Německé oceňovací standardy definují objektivizovanou hodnotu jako typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, stanovenou z pohledu tuzemské osoby (vlastníka nebo skupiny vlastníků), která neomezeně podléhá daním. Hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu a při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na konkrétní podnik (1 s. 28).

**Kolínská škola** – propojuje přechodí způsoby ocenění a zastává názor, že ocenění má smysl vytvářet na bázi základních funkcí ocenění, kterými jsou funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační, daňová. Každá funkce má pak odlišnou kategorii hodnoty.

Všechny kategorie hodnoty mají své opodstatnění a hodí se pro jinou situaci. Někdy můžeme volit i různé přístupy. **Subjektivní ocenění** se hodí pro ocenění podniku pro konkrétní subjekt a promítnou se do něj individuální očekávání subjektu. Je vhodný zejména při prodeji a koupi podniku, kdy si subjekt klade otázku, zda je pro něj transakce výhodná nebo při rozhodování o sanaci nebo až likvidaci podniku. Tržní hodnota a objektivizované ocenění pak nejsou závislé na konkrétním subjektu. U **tržní hodnoty** jde převážně o situace při uvádění podniku na burzu a při prodeji podniku kdy není zatím znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce čistě odhad, za kolik by podnik pravděpodobně prodal. **Objektivizovaná hodnota** se použije tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav. Například při poskytování úvěru a zjišťování současné reálné bonity apod. (1 s. 34).

### **1.3 Metody pro finanční ocenění podniku**

Současná praxe nabízí znalcům a odhadcům mnoho metod s rozmanitými variantami, se kterými lze pracovat. Jedním ze základních předpokladů volby modelu je především účel ocenění. Neexistuje však jediná správná metoda. Pro ověření správnosti závěrů se pak používá dvou a více metod (3 s. 22). Odborné literatury pak rozlišují tři základní okruhy metod pro ocenění.

#### **1. Ocenění na základě analýzy výnosů – výnosové metody**

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

#### **2. Ocenění na základě analýzy trhu – tržní metody**

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí



- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

### **3. Ocenění na základě analýzy majetku – majetkové metody**

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot (1 s. 37)

Je-li cílem subjektivní ocenění, je vhodná například metoda diskontovaných peněžních toků, které očekává konkrétní subjekt. Tržní hodnotu je také získána z diskontovaných peněžních toků, avšak tyto toky jsou očekávány trhem. Při objektivizovaném ocenění jsou vhodné metody kapitalizovaných čistých výnosů či také metoda diskontovaného cash flow, pokud je diskontní míra a peněžní toky stanoveny odpovídajícím způsobem (1 s. 37).

## **1.4 Postup při oceňování**

Neexistuje jediný správný postup. Jeden z možných obecných postupů dle Maříka může vypadat následovně.

*„1. Sběr dat*

*2. Analýza dat*

- *Strategická analýza*
- *Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku*
- *Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná*
- *Analýza a prognóza generátorů hodnoty*
- *Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty*

*3. Sestavení finančního plánu*

*4. Ocenění*

- *Volba metody*
- *Ocenění podle zvolených metod*
- *Souhrnné ocenění (1 s. 53). “*

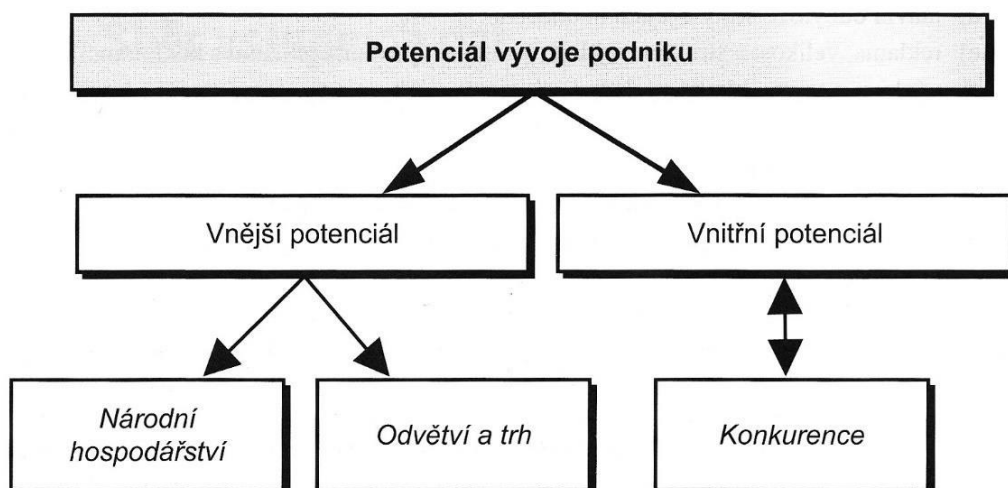
## **1.5 Sběr vstupních dat**

Nejprve je důležité zjistit základní data o podniku, název právní formu, předmět podnikání, strukturu a historii. Dále pak jsou nezbytná data ekonomická. Jedná se o účetní výkazy za 3 až 5 let života podniku, výroční zprávy, zprávy auditorů a podnikové plány. V dalším kroku je vymezen trh, na kterém se podnik pohybuje, provede se segmentace trhu a určí faktory vývoje trhu. Je nutné také zjistit údaje o konkurenci, o substitutech výrobků a identifikovat bariéry vstupu do odvětví. Neméně důležitými údaji jsou data o struktuře výrobků, struktuře odběratelů, reklamě, výdajů na reklamu a srovnání těchto údajů s konkurencí. Dále se sbírají data o dodavatelích, majetku, technologiích, zásobách. Rovněž se bere ohled na strukturu zaměstnanců, situaci na trhu práce, produktivita práce a personální náklady. Je nutno zdůraznit, že tyto údaje nejsou vymezeny taxativně, ale mohou se lišit v závislosti na typu podniku a smyslu ocenění (1 s. 54-56).

## **1.6 Strategická analýza**

Hlavní funkcí této analýzy při oceňování, je stanovit výnosový potenciál podniku, který je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu. Vnější potenciál se týká šancí a rizik, které nabízí podnikatelské prostředí daného podniku. Vnitřní potenciál zase ukazuje, do jaké míry je podnik schopný využít šancí vnějšího prostředí (1 s. 56).

Obr. 1: Analýza vývoje potenciálu podniku (1 str. 56)



Ze strategické analýzy mají vyplynout výsledky, podle kterých by měl oceňovatel dospět k jednoznačným závěrům. K výsledkům mají patřit perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, dále vývoj vnitropodnikových tržeb a rizika spojená s podnikem (1 s. 57).

#### 1.6.1 Analýza makrookolí

Makrookolí zahrnuje vlivy a podmínky vznikající mimo podnik bez ohledu na jeho chování. Podnik nemá možnost této aktivitě zabránit, může na ni však svým rozhodováním reagovat, a tím ovlivnit směr svého vývoje. Za klíčové součásti makrookolí jsou označeny politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které jsou souhrnně označovány jako **PEST Analýza** (6 s. 16).

- **Politické a legislativní faktory** – zahrnují stabilitu zahraniční politiky určitého státu, například členství v EU, daňovou politiku, regulaci zahraničního obchodu, zákony na ochranu životního prostředí, zákony upravující účetnictví a mnoho dalších (6 s. 16-17).
- **Ekonomické faktory** – se zabývají stavem ekonomiky, který je určen především vývojem HDP, výší úrokových měr, mírou inflace, směnnými kurzy a dalším. Pokud ekonomika roste, zvyšuje se spotřeba a opačně. Výše úrokových měr zase ovlivňuje investiční aktivitu podniku, kdy nízká míra ji podporuje a vysoká naopak. Vývoj směnného kurzu má vliv na firmy, které jsou závislé na importu či

exportu. Zachycení těchto souvislostí a promítnutí je ve vztahu k podniku, jejich další předvídání a prognózování, se tedy stává důležitým úkolem (6 s. 17).

- **Sociální a demografické faktory**- odrážejí vlivy spojené s životem a postojem obyvatel. Můžeme za ně považovat demografický vývoj populace, jež má vliv na výši odvodů sociálních plateb nebo na vývoj zaměstnanosti. Dále jsou to vlivy týkající se životního prostředí, kdy je kladen stále větší důraz na udržitelný růst a ekologii (6 s. 18).
- **Technologické faktory**- podnik musí být informován o technologických novinkách, které v okolí probíhají, aby se vyhnul zaostalosti a vyvíjel inovační činnost. Mezi technologické faktory se řadí například vládní podpora výzkumu a vývoje, nové objevy, změny technologií a rychlost zastarávání (6 s. 18-19).

### 1.6.2 Analýza mikrookolí

Mezi analýzy vnitřního prostředí podniku se řadí **model 7S**. Jednotlivé faktory v podniku jsou vzájemně spojeny a musí na ně být brán ohled. V rámci ocenění tento model zohledňuje slabé a silné stránky. Jedná se o

- strategie (Strategy),
- struktura (Structure),
- systémy (Systems),
- styl práce vedení (Style),
- spolupracovníci - personál (Staff),
- schopnosti (Skills) a
- sdílené hodnoty (Shared Values) (7 s. 74-75).

Je také nutné analyzovat oborové okolí podniku, kdy je vhodné použít **Porterův model konkurenčního prostředí**. Cílem je pak stanovit sílu konkurentů, atraktivitu a ziskovost trhu. Model proto zkoumá pět následujících faktorů:

- vyjednávací sílu zákazníků
- vyjednávací sílu dodavatelů
- hrozbu vstupu nových konkurentů
- hrozbu substitutů
- rivalitu firem působících na daném trhu (8 s.53-56) .

## 1.7 Finanční analýza podniku

*„Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek (9 s.11).“*

Informace, které jsou získány finanční analýzou, pomáhají dospět k závěrům o finančním zdraví podniku a jeho hospodaření. Pro ocenění jsou tyto údaje podkladem pro sestavení finančního plánu, ze kterého se vyvozuje výnosová metoda. Tato analýza vychází z účetních výkazů podniku především rozvahy, výkazu zisku a ztráty, cash flow a přílohy k účetní závěrce či výroční zprávy (10 s. 3-4).

Vstupní data by měla být úplná a správná, ideálně, pokud je účetní závěrka ověřena auditorem, pak lze data považovat za důvěryhodné (10 s. 13-18).

### 1.7.1 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální analýza účetních výkazů ukazuje změnu hodnot položek vykazovaných dat v čase. Často se znázorňuje v procentním vyjádření. Vertikální analýza posuzuje jednotlivé části majetku a kapitálu a také jak se změnilo procentuální zastoupení položek (10 s. 13-18).

### 1.7.2 Analýza poměrových ukazatelů

Existuje celá řada poměrových ukazatelů. Pro účely oceňování je vhodné je seřadit podle naléhavosti, se kterou se podnik snaží dosáhnout cíle. První požadavek, který je na management podniku kladen, je podnik udržet při životě. Jako první je tedy zkoumána krátkodobá likvidita, to znamená schopnost uhrazovat závazky v průběhu jednoho roku.

Druhý požadavek kladený na management je, aby byl podnik schopen hradit své dlouhodobé závazky. Zde přichází na řadu ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy. Po sléze je zkoumána výnosnost, která je měřena ukazateli rentability (1 s. 102-103).

### **Ukazatelé likvidity**

„*Souhrn všech potenciálně likvidních prostředků, které má podnik k dispozici na úhradu svých splatných závazků (10 s. 66).*“ Ukazatele likvidity poměřují, čím je podnik schopen platit s tím, co je nutné platit.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Běžná likvidita ukazuje, jak moc oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky. Hraje zde roli výše zásob, způsob jejich oceňování a také struktura pohledávek. Pokud má společnost velké množství nedobytných pohledávek nebo nadměrné zásoby, může to negativním způsobem ovlivnit likviditu a podnik může být ve finanční tísní (10 s. 66).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Tento ukazatel do čitatele zahrnuje krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky očištěné od nedobytných, které by neoprávněně zlepšovali výsledky ukazatele.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Čítatel obsahuje jen peníze a jejich ekvivalenty (10 s. 67).

### **Ukazatele zadluženosti**

Ukazují vztah mezi cizími a vlastními zdroji v podniku.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Celková zadluženost udává podíl cizího kapitálu a celkových aktiv. Čím větší je podíl vlastního kapitálu, tím více jsou věřitelé kryti proti ztrátám věřitelů. Ukazatel je poměřován s oborovým průměrem (10 s. 63-64).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}$$

Úrokové krytí udává, kolikrát je zisk vyšší než zaplacené úroky. Určitá část zisku, která je vyprodukována cizím kapitálem, má pokrývat náklady na ten cizí kapitál. Pokud je výsledná hodnota rovna 1, celý zisk se použije na zaplacení úroků (10 s. 64).

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$$

Udává, za jakou dobu je podnik schopen uhradit své závazky (10 s. 64).

### **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability porovnávají zisk, který byl dosažen z podnikání s výškou zdrojů společnosti, kterých bylo k dosažení zisku použito.

$$ROA = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}}$$

Rentabilita celkových aktiv ROA poměruje EBIT (výsledek před zdaněním a nákladovými úroky) s celkovými aktivy, bez ohledu z jakých zdrojů byly financovány. Pokud je do vzorce dosazován EBIT, je možno ukazatel použít i pro podniky s různými daňovými podmínkami (10 s. 57).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu ROE znamená ziskovost vlastního kapitálu. Pro vlastníky je to informace, jaký výnos přináší jejich kapitál a zda to odpovídá jejich riziku (10 s. 57).

$$ROI = \frac{\text{ziske před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

Rentabilita vloženého kapitálu ROI vyjadřuje, jak ve společnosti působí celkový vložený kapitál nezávisle na tom, jakým zdrojem byl financován (10 s. 56).

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

Rentabilita tržeb ROS ukazuje, kolik zisku přinese 1 Kč tržeb (10 s. 57).

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity vyjadřují, jak podnik hospodaří se svými aktivy. Při nadbytečnosti vznikají náklady na víc a dochází tedy ke snížení zisku (10 s. 61).

$$\text{Vázanost celkových aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{roční tržby}}$$

Vázanost celkových aktiv ukazuje, jak podnik využívá aktiva, aby dosáhl zisku. Pokud je ukazatel nízký, může to znamenat, že podnik roste, aniž by navyšoval finanční zdroje (10 s. 61).

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{stála aktiva}}$$

Obrat stálých aktiv se také označuje jako relativní vázanost stálých aktiv a definuje potřebnost vázaných firemních fixních aktiv, aby bylo dosaženo daného obratu (11 s. 65).

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{denní tržby}}$$



Dalším obvykle se uvažujícími ukazateli jsou doby obratu. Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dnů, kdy jsou v podniku vázány zásoby až do okamžiku jejich spotřeby. Vyjadřuje také, za jak dlouho se zásoba změní na pohledávku (10 s. 62).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{obchodní pohledávky}}{\text{denní tržby}}$$

Doba obratu pohledávek udává počet dní, kdy je zadrženo inkaso jako pohledávka. Obvykle se jedná o dobu splatnosti odběratelských faktur. Pokud je výsledek ukazatele větší, znamená to, že odběratelé neplatí faktury včas (10 s. 63).

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{denní tržby}}$$

Doba obratu závazků vyjadřuje průměrný počet dnů, kdy firma splácí své závazky, tedy jak dlouho zadržuje finance ve společnosti. Když je vyšší doba obratu závazků než doba obratu pohledávek, tyto dny společnost čerpá takzvaný dodavatelský provozní úvěr (10 s. 63).

### 1.7.3 Čistý pracovní kapitál

Dalším hojně užívaným ukazatelem je čistý pracovní kapitál, který spadá do kategorie rozdílových ukazatelů. Vypočte se jako rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a krátkodobými dluhy. Výsledek ukazuje, jakou část finančních prostředků lze použít na úhradu brzkých krátkodobých dluhů a část prostředků, která tvoří finanční polštář, to znamená relativně volnou část finančních prostředků. Jedná se tedy o volné finanční prostředky, které je možno použít k úhradě mimořádných výdajů aniž by byl ohrožen chod podniku (10 s. 35).

Ukazatel je možno vypočítat dvěma přístupy. Druhý přístup je bližší pro vlastníka podniku (12 s. 80).

$\text{ČPK} = (\text{zásoby} + \text{pohledávky} + \text{finanční majetek}) - \text{krátkodobé závazky}$   
nebo

$\text{ČPK} = (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé závazky}) - \text{stálá aktiva}$  (3 s. 64).

#### 1.7.4 Hodnocení výsledků finanční analýzy

Po výpočtu poměrových ukazatelů se nabízí otázka, jaké hodnoty ukazatelů jsou optimální. Nevíme, zda jsou hodnoty nízké nebo vysoké. Je tedy nutno výsledky porovnat s určitými normami. Výlučné použití norem však čelí kritice, protože v ekonomii neexistuje žádná vzorová norma, jelikož neexistuje vzorový model podniku a tedy ani vzorové hodnoty ukazatelů. Není vhodné také úplné odmítání norem, ale je potřeba znát jejich omezení. Obvyklá srovnávací základna je **odvětvová norma** (12 s. 90).

Nevýhoda individuálních ukazatelů je pohled na jediný rys v podniku bez souvislostí. Mezi ukazateli však existují provázanosti, které jsou promítnuty do soustav a modelů. Příkladem může být Altmanův bankrotní model a indexy IN (12 s. 110).

### 1.8 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Každý podnik byl zřízen pro určitý záměr. Pokud byl podnik zřízen za více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceňován jako souhrn jednotek a každá jednotka by měla být oceněna zvlášť. Podnik potřebuje k výkonu určitá aktiva, a ty aktiva, která jsou nezbytná pro činnost, se označují jako provozně nutná aktiva. Všechny ostatní jako nenutná, neprovozní aktiva. Pokud aktiva nerozdělíme, při ocenění dojdeme k výrazně nepřesnému výsledku (1 s. 118-119).

Z krátkodobého finančního majetku se jako nejčastější položky neprovozních aktiv označují cenné papíry a podíly, které jsou považovány jako rezerva, mohou být prodány a provozní činnost podniku tím zůstane nedotčena. Další položkou mohou být peněžní prostředky. Ty ale podnik musí udržovat v určité míře tak, aby zabezpečil provoz. Pokud je ale podnik udržuje vyšší, přebytek je nutno přezkoumat a případně odečíst. Maximální provozní nutná úroveň se odhaduje například pomocí okamžité likvidity. Výši je ale důležité konzultovat s vedením. Z dlouhodobého majetku se vylučuje nejčastěji podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly pod podstatným vlivem a půjčky a úvěry. Také v tomto případě se musí jednat pouze o uložení volných finančních prostředků do těchto

aktiv. Jako další provozně nepotřebná aktiva je možno označit nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nemovitosti nesloužící k účelu podniku a další nepotřebné k činnosti podniku (1 s. 120-122).

### **1.8.1 Provozně nutný investovaný kapitál**

Jakmile jsou rozčleněna aktiva na potřebná a nepotřebná, je vhodné vyčíslit kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv za minulé roky. Výpočet vychází z rozvahy podniku, která je upravena o provozně nepotřebné aktiva a o snížení oběžných aktiv o závazky, u kterých nelze stanovit jejich náklady. Provozně nutný investovaný kapitál je pak součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Jelikož se jedná o jedno z nejdůležitějších východisek při ocenění podniku, bude mu věnována pozornost i v následujících kapitolách práce (1 s. 122-123).

### **1.8.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

Po nalezení provozně nepotřebných aktiv, je třeba dohledat náklady nebo výnosy s nimi spojené, které jsou vykazovány ve výsledovkách. Tyto položky se vyloučí z výsledku hospodaření, se kterým se dále pracuje. Vhodnější je pracovat s provozním výsledkem hospodaření, nikoliv s výsledkem hospodaření za účetní období, protože například mimořádný výsledek hospodaření do ocenění nevstupuje. Obvykle se z provozního výsledku hospodaření **vylučují** tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, odpisy budov či zařízení nesouvisející s hlavním podnikáním a ostatní náklady spojené s majetkem, který není provozně nutný. Naopak se zase přidávají finanční výnosy a náklady které by jinak byly spojeny s provozními aktivy, a to například výnosy z cenných papírů pokud bychom uznali za vhodné ponechat tyto cenné papíry v provozně nutném majetku (1 s. 123).

*„Tento korigovaný výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem (1. s 123)“.*

## 1.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty je soubor základních podnikohospodářských veličin, tvořících hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují na základě konkrétního přístupu k ocenění podniku. Nejčastěji se pracuje s následujícími generátory hodnoty.

- tržby (obrat) a jejich růst
- marže provozního zisku (v našem případě korigovaného provozního zisku)
- investice do pracovního kapitálu
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku
- diskontní míra
- způsob financování (tj. především velikost cizího kapitálu)
- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku)

### 1.9.1 Tržby

Analýza a projekce tržeb má být výsledek strategické analýzy. Prognóza může být korigovaná kapacitními možnostmi podniku, a to stanovením omezující podmínky, protože podnik vždy není schopen prodat vše (1 s. 126).

### 1.9.2 Provozní zisková marže

Je definována následujícím poměrem, kde KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a lze ji vypočítat dvěma postupy (1 s. 127).

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}}$$

#### Prognóza ziskové marže shora

Vychází se z vývoje ziskové marže, která byla v minulosti a na to navazuje vývoj budoucnosti, který byl zdůvodněn. Za minulé roky vypočítáme KPVH před daní a z něj odvozenou ziskovou marži za minulá léta v procentech. Tuto minulou marži analyzujeme v souvislosti s konkurenční pozicí podniku a na základě analýzy odhadujeme, jak budou

faktory, které ziskovou marži ovlivňují, na ni působit v budoucnosti. Na tomto základě dále odhadneme hodnoty ziskové marže v procentním vyjádření a poté dopočteme KPVH v budoucích letech jako součin dříve prognózovaných tržeb a již odhadnuté ziskové marže (1 s. 127).

### Prognóza ziskové marže zdola

Jako první stanovíme prognózu hlavních provozních nákladových položek, kterou doplníme o méně významné provozní nákladové položky a případně i o výnosy. Poté dopočítáme korigovaný provozní výsledek hospodaření jako rozdíl provozních výnosů a provozních nákladů. Nyní můžeme dopočítat ziskovou marži (1 s. 128-129).

### 1.9.3 Pracovní kapitál

Na rozdíl od běžného čistého pracovního kapitálu, jde o pracovní kapitál, který od běžných aktiv neodčítá krátkodobý cizí kapitál, nýbrž neúročený cizí kapitál a tedy vstupní veličiny započítává jen v provozně nutném rozsahu (1 s. 132-133).

**Tab. 1: Výpočet upraveného pracovního kapitálu (1 s. 132 - 133)**

Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Ostatní aktiva
- Ostatní pasiva
= pracovní kapitál

Oceňovatel má dokázat zjistit náročnost růstu výkonů podniku na pracovní kapitál. Tedy při plánování pohledávek, závazků a zásob by měl analyzovat náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulých letech. Výpočet je pak tvořen z podílu příslušné složky pracovního kapitálu a tržeb. Po výpočtu všech složek přičteme krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení a zjistíme tak hodnotu provozně nutného pracovního kapitálu. Z těchto hodnot pak lze odvodit koeficient náročnosti růstu tržeb (1 s.132-136).

$$\text{Koeficient náročnosti růstu tržeb} = \frac{\Delta \text{pracovní kapitál}}{\Delta \text{tržby}}$$

#### **1.9.4 Investice do dlouhodobého majetku**

Jde o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Dle Maříka se rozlišují tři základní přístupy k plánování takové investiční náročnosti (1 s. 136-137).

##### **Globální přístup**

Pokud mají investice do dlouhodobého majetku do značné míry průběžné, je vhodný tento postup. Vychází z analýzy provozně nutného dlouhodobého majetku vztaženého k tržbám. Vypočteme koeficient náročnosti tržeb na investice brutto  $k_{DMb}$ .

$$k_{DMb} = \frac{\text{investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{tržby}}$$

Tento koeficient by měl být počítán za co nejvíce minulých období a i jako průměrný koeficient ze součtu investic a tržeb za celé období (1 s. 137).

##### **Přístup podle hlavních položek**

Použitelný pro nejbližší roy a vychází z konkrétních podnikových plánů investic, které zahrnují především jednotlivé projekty a akce. V případě že se tyto plány opírají o reálné výhledy podnikových výkonů, může je oceňovatel použít jako hlavní zdroj (1 s. 137).

##### **Přístup založený na odpisech**

Plány investic je možné upravovat podle odpisů. Pokud podnik investuje pod úroveň odpisů, které jsou třeba ještě navíc vypočteny z historických cen, nemůže to stačit k dlouhodobému přežití či růstu. Lze to v případě podniku založeného na investicích do nehmotného majetku (1 s. 138).

## 1.10 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

K prvnímu odhadu hodnoty podniku lze použít generátory hodnoty, pokud jsou zdůvodněny finanční analýzou. Ocenění je založeno na principu peněžních toků. Použijeme následující označení jednotlivých položek dle Maříka.

$X$	- velikost tržeb za zboží a vlastní služby
$g$	- tempo růstu tržeb
$r_{ZPx}$	- provozní zisková marže propočtená z KVH
$d$	- sazba daně z KVH
$k_{WC}$	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
$k_{DMn}$	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM
$t$	- rok

Nyní vyjádříme volné peněžní toky pro jednotlivá léta.

$$FCF_t = X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} - k_{DMn})$$

$FCF_1$  = korigovaný prov. zisk po dani – přírůstek prac. kapitálu a dl. majetku

Významem této rovnice je věnovat pozornost klíčovým veličinám ocenění jako jsou tempo růstu tržeb, zisková marže a náročnost investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

V první fázi ocenění na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty můžeme odhadovat průměrné hodnoty generátorů a modelovat tak pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Při odhadování výnosové hodnoty podniku jako celku použijeme následující vzorec (1 s. 147).

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} - k_{DMn})}{i_K - g} = \frac{FCF_t}{i_K - g}$$

$FCF_t$	free cash flow
$g$	tempo růstu tržeb
$i_K$	odhad WACC

## **1.11 Sestavení finančního plánu**

Při oceňování pomocí výnosových metod je podstatné vytvoření finančního plánu, který je složen z výsledovky, rozvahy a výkazu cash flow. Plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku. Oceňovatel nebývá schopen sestavit finanční plán bez konzultace s managementem oceňovaného podniku, ale není vhodné podnikový finanční plán pouze převzít (1 s. 150).

Finanční plán je soustavou provázaných plánů.

- Plány prodeje, které jsou sestaveny tak, aby umožňovaly odhadnout budoucí výnosy
- Plány produkce a odhad nákladů v budoucnosti
- Plány kapacit promítající se do plánů investic, pracovního kapitálu, plánu údržby a obnovy, plánu odpisů
- Plány pracovních sil, kdy se zjišťuje budoucí výše osobních nákladů
- Plán provozního hospodářského výsledku a z něj výši daní a podílů na zisku
- Plán provozního cash flow
- Plánovaná rozvaha (1 s. 149-150).

### **1.11.1 Postup sestavení finančního plánu**

Vychází z předcházejícího kroku, provedení analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Jsou naplánovány následující stěžejní položky zásadně ovlivňující hodnotu podniku. Tyto položky pak tvoří jakousi kostru finančního plánu.

- Tržby z prodeje hlavních
- Zisková marže a provozní zisk z ní zjištěný
- Plánovaná výše zásob, závazků a pohledávek
- Prognózu investic do dlouhodobého majetku nezbytně nutných k udržení hlavního provozu podniku (1 s. 150).



Tyto položky je nutné doplnit o plán financování, který je tvořen předpokládanými splátkami úvěrů, novými úvěry či potřebou navýšení vlastního kapitálu. K naplánovaným generátorům je vhodné uvést plánované hodnoty méně významných položek, například pravidelně se opakující pohledávky a závazky. Dále je vhodný doplnit také o položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Plán odprodeje nepotřebného majetku, zisky z něj získané, plán do investic cenných papírů a podobně. Do plánu se také začleňují výplaty dividend či podílů na zisku. Nakonec se provedou formální dopočty položek potřebných k sestavení výkazů, které dosud nebyly v předešlých fázích hodnocení podniku vypočteny. Jsou to například celkové peněžní toky, nerozdělený zisk nebo ziskové fondy (1 s. 151).

Je možno volit dvě metody plánování, a to metodu procentního podílu z tržeb, kdy se v plánu peněžních toků nemění podíl závisle proměnných na tržbách nebo metodu úměrnosti podle vývoje tržeb, kdy se závisle proměnné přímo vyvíjejí podle úměrnosti dle vývoje tržeb (13 s. 244 -245).

## **1.12 Ocenění na základě analýzy výnosů**

Jedna z metod pro oceňování je ocenění na základě analýzy výnosů. Jelikož v praktické části práce bude použita metoda diskontovaného peněžního toku a metody ekonomické přidané hodnoty, v následující části budou popsány pouze tyto. U výnosových metod se předpokládá, že hodnotu podniku tvoří hodnota očekávaných příjmů pro držitele podniku (1 s. 163).

### **1.12.1 Metoda diskontovaného peněžního toku**

Jde o základní metodu, kdy peněžní toky jsou jediným reálným měřitelným příjmem, který umožňuje reálně změřit užitek z držení podniku. Používají se tři techniky (1 s. 164).

#### **Metoda „entity“**

Podnik je hodnocen jako celek a vypočítává se ve dvou krocích. Jako první krok se vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Tyto peněžní toky se pak diskontují a je získána brutto hodnota podniku jako celku.

Jako druhý krok se od této hodnoty odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se netto hodnota, tedy hodnota vlastního kapitálu (1 s. 165).

### **Metoda „equity“**

Výsledkem je přímo netto hodnota podniku- hodnota vlastního kapitálu. Diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům, získáme hodnotu vlastního kapitálu (1 s. 165).

### **Metoda APV**

Jedná se o hodnotu podniku vypočtenou úpravou současné hodnoty. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku. Sečte se hodnota podniku s předpokladem nulového zadlužení a současná hodnota z daňových úspor z úroků. Poté se odečte hodnota cizího kapitálu a takto se zjistí výsledná netto hodnota podniku (1 s. 165).

V praktické části diplomové bude podnik oceňován metodou DCF entity, proto je tato metoda v další části popsána podrobněji.

## **1.12.2 Cash flow pro metodu DCF entity**

Pro tuto metodu je důležitým východiskem vždy peněžní tok FCF – free cash flow. Jde o peněžní toky pro vlastníky a věřitele, proto se také používá označení FCFF- free cash flow to firm. Označení FCF je obecnější než FCFF, které je specifické pro metodu DCF entity.

### **Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro FCFF**

Pro výpočet těchto toků je nutno stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření pro FCFF, který je východiskem pro FCFF cash flow nepřímou metodou. Jako výchozí položku je vhodné použít provozní výsledek hospodaření a ten následně upravit.

**Tab. 2: Výpočet korigovaného provozního VH pro FCFF (1 s. 174)**

Provozní výsledek hospodaření
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem podniku
- Výnosy z finančních investic a výnosové úroky z provozně nutného kapitálu
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po výpočtu KPVH pro FCFF je možné přejít ke stanovení volného peněžního toku.

**Tab. 3: Výpočet volného peněžního toku FCFF (1 s. 170)**

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
- Upravená daň z příjmů
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
+ Odpisy
- Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného provozně nutného kapitálu
- Investice do pořízení dlouhodobého provozně nutného majetku
= <b>volný peněžní tok FCF</b>

### 1.12.3 Investice pro výpočet FCFF

Investice by měly být realizované jen ty, které budou tvořit kladnou čistou současnou hodnotu. Investice ve schématu výše, byly brutto investice, tedy bez ohledu zda jde o rozšiřovací investici nebo investici, která má nahradit již stávající majetek. Investice netto jsou pouze rozšiřovací investice. Investovaný kapitál je vyjádřen jako velikost provozně nutného majetku v zůstatkové hodnotě ke konci roku. Používají se následující vzorce (1 s. 174-175).

$$\text{Investice brutto} = \text{Investice netto} + \text{Odpisy}$$

Odpisy zde představují obnovu majetku. Investice netto mohou být i záporné, pokud se investuje méně, než je roční výše odpisů. Potřebné investice pro výpočet volného peněžního toku jsou zjištěny z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu. Pro výpočet investic se používají následující vzorce.

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

$I_{netto\ t}$ , $I_{brutto\ t}$	investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t
$K_t$	provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t
$O_t$	odpisy v roce t

### 1.12.4 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Výpočet probíhá obvykle ve dvou krocích, které jsou znázorněny v následujícím obrázku (1 s. 177).

Obr. 1: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity (1 s. 177)



Výnosová hodnota investovaného kapitálu, kde nejsou brány v potaz investice do provozně nepotřebného majetku a náklady a výnosy s tím spojeny, se v dalším kroku poníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění podniku. Nakonec ocenění k provozní hodnotě kapitálu přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (1 s. 177).

Hodnota podniku se pak obecně vypočte následovně.

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

$FCFF_t$  volné cash flow do firmy v roce  $t$

$i_k$  diskontní míra

$n$  počet let předpokládané existence podniku

Délka existence podniku nelze jednoduše predikovat, proto se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Pro výpočty se používají dvě metody a to metoda

dvoufázová a metoda založená na odhadu průměrných temp růstu (1 s. 178). V práci bude používána metoda dvoufázová, a proto bude dále popsána.

### **Dvoufázová metoda**

Metoda je založena na tom, že prognózované období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze je stanovené prognózované období a druhá fáze je označena jako pokračující hodnota, která pak následuje po prognóze. Hodnota podniku dvoufázovou metodou je následující (1 s. 178).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

T	délka první fáze v letech
PH	pokračující hodnota
$i_k$	úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů

Pro ocenění je důležitá právě délka první fáze. Liší se názory na její délku. Dle evropských autorů je doporučení 3 – 6 let, ale američtí doporučují 8 – 15. Čím kratší je první fáze, tím významnější je na výsledném ocenění podíl pokračující fáze (1 s. 179).

Určení **první fáze** je možné několika možnostmi:

- odvodit ji v závislosti na období, po které je předpoklad, že podnik bude tvořit novou hodnotu,
- určit ji v závislosti na životním cyklu podniku, takže při fázi vzniku bude délka první fáze delší,
- určit první fázi podle délky konjunktury,
- stanovit ji tak dlouhou, aby podnik po jejím uplynutí dostáhl stavu určité rovnováhy,
- stanovit ji shodně dlouhou se zpracovanými plány podle vedení podniku <sup>1 s. 179 181</sup>.

Odhad pokračující hodnoty se pak tvoří s ohledem na řadu předpokladů:

- základní parametry tvoří zisková marže, rentabilita kapitálu, podíl na trhu a obrat kapitálu,
- konstantní růst podniku a stabilní míra investic,
- stabilní výnosnost nových investic (1 s. 182).

Pro **výpočet pokračující hodnoty** je pak možno použít Gordonův vzorec nebo parametrický vzorec.

#### Gordonův vzorec (model stabilního růstu)

Předpokládáme-li, že volný peněžní tok bude mít ve druhé fázi stabilní růst, můžeme pokračující hodnotu odhadnout pomocí následujícího vzorce (14 s. 144).

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

T	poslední rok prognózovaného období
$i_k$	průměrné náklady kapitálu
g	předpokládané tempo růstu FCF až do nekonečna

Musí však platit, že  $i_k > g$ .

#### Parametrický vzorec, založený na faktorech tvorby hodnoty

Tento vzorec pracuje se dvěma základními generátory hodnoty, a to **s tempem růstu** korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH), které jsou sníženy o upravené daně a o **očekávanou rentabilitu** nových investic ( $r_i$ ). Rentabilita investic se odvozuje od rentability investovaného kapitálu. Aby podnik vytvářel nové hodnoty, je nutné, aby rentabilita investovaného kapitálu ( $r_k$ ) byla vyšší než náklady kapitálu (1 s. 186).

$$r_k = \frac{\text{Korigovaný provozní zisk po upravených daních}}{\text{Provozně nutný investovaný kapitál}} = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}$$

Víme- li výši provozně nutného investovaného kapitálu, zjistíme výši čistých investic v roce  $t$ , a to jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku:

$$\text{Investice netto} = \Delta K = K_t - K_{t-1}$$

Kde  $K_{t-1}$  znamená provozně nutný investovaný kapitál na začátku roku  $t$ . Lze vypočítat i hrubé investice (1 s. 186).

Vzorec pro pokračující hodnotu pak vypadá následovně (1 s. 187).

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{t+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g}$$

Kde  $KPVH_{t+1}$  znamená provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (1 s. 187).

Parametrický vzorec i Gordonův model jsou obsahově stejné. Rozdíl je v tom, že parametrický vzorec je založena na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty. Poměr  $g/r$  v dlouhodobém hledisku odpovídá míře investic, která je v podstatě ta část zisku věnovaná na čisté investice. Stále je předpoklad, že míra investic zůstává stabilní po celou dobu druhé fáze (1 s. 187).

#### 1.12.5 Diskontní míra pro metodu DCF

Metoda DCF je metoda, která je založena na výpočtu diskontní míry. Při metodě DCF entity se diskontní míra vypočítá na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Jelikož v další části práce bude použita právě tato metoda, v následujícím textu bude popsán výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu WACC – Weight average capital costs. Mařík pro účely ocenění tyto náklady definuje jako: „*Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku* (1 s. 206).“

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

$n_{ck}$

náklady na cizí kapitál

d	sazba daně z příjmů (snížená o úrokový daňový štít)
CK	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
$n_{VK(Z)}$ zadlužení	náklady VK, očekávaný výnosnost vlastního kapitálu při daném zadlužení
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu $K = VK + CK$ (1 s. 207).

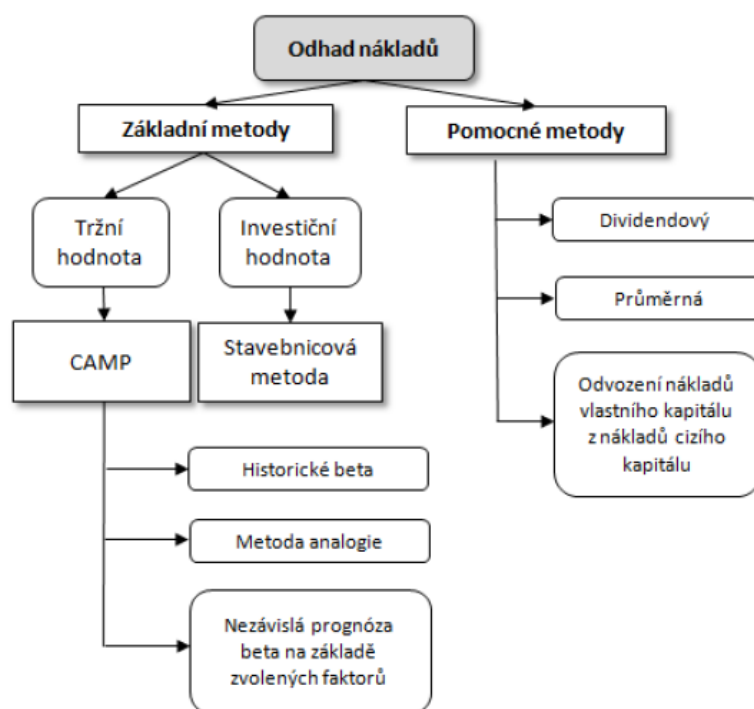
Do cizího kapitálu se zahrnuje úročený kapitál, například bankovní úvěry, obligace, leasingové financování a jiné úvěry. Při výpočtu WACC se nejprve určí váha jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, stanoví se náklady na cizí a vlastní kapitál a poté se provede výpočet (1 s. 207).

Kapitálová struktura se zjišťuje a základě tržních hodnot a ne tedy na základě hodnot účetních. Pokud známe tržní hodnotu našich akcií, dluhopisů nebo aktuální hodnoty bankovních úvěrů na bankovním trhu, zjistíme tak nejlépe současnou strukturu. **Náklady na cizí kapitál** určíme podle úroků za něj placený nebo podle jiných bezprostředních plateb za tento cizí kapitál. A tedy je možné je vypočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb. Složitější je však určit **náklady na vlastní kapitál**, které jsou dány očekáváním investorů. Očekávání je důležité odvodit od možného alternativního výnosu, ale musí se přihlídnout i k možnému riziku (1 s. 209-213).

Existuje více metod pro odhadování nákladů vlastního kapitálu. Tyto metody jsou znázorněny v následujícím obrázku.



Obr .2 : Metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu (1 s. 216)



### Náklady na vlastní kapitál CAPM

V anglosaských zemích se náklady vlastního kapitálu stanovují pomocí dat z kapitálového trhu. Do evropských zemí se tento trend již dostává také. V praxi se nejvíce uplatňuje model CAPM – model oceňování kapitálových aktiv (capital asset pricing model) (1 s. 215-216).

*„Základním prvkem modelu CAPM je tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou hodnotu výnosnosti cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Podle této definice pak pro očekávanou výnosnost cenného papíru A platí: (1 s. 216)*

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_A$$

$E(R_A)$  střední očekávaná výnosnost cenného papíru A  
 $r_f$  bezriziková výnosnost

$E(R_m)$	střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
$\beta_A$	koeficient beta cenného papíru A

Z pohledu podniku je výnosnost z cenného papíru nákladem vlastního kapitálu. Očekávaná výnosnost akcie je závislá na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a koeficientu beta, který je jediný faktor vázající se ke konkrétnímu podniku. Očekávaný výnosnost se pak použije jako hledaný náklad vlastního kapitálu (1 s. 216-217).

U modelu CAPM můžeme říct, že se jedná o požadovaný výnos investora, který je dán výnosem, který by mohl realizovat na kapitálovém trhu při stejném riziku. Vychází se z bezrizikové výnosnosti, ke které je přičtena přírážka za riziko. Damodaran modifikoval model CAPM pro neamerické ekonomiky a vyháází se z bezrizikové výnosnosti na americkém trhu, k čemuž se pak přičtou rizika se zemí ve které se CAPM aplikuje. Tyto přičtená rizika se označují jako riziková prémie země. Vzorec pro tuto úpravu pak vypadá následovně (15 s. 149).

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{USA} + RPZ$$

$n_{VK}$	odhadnuté náklady vlastního kapitálu
$r_f$	výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA
$\beta$	odvětvové beta přenesené z rozvinutějších trhů s úpravou o zadlužení v tržních cenách podniku
$RPT$	riziková prémie kapitálového trhu
$RPZ$	riziková prémie země (15 s. 149)

### 1.13 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty EVA

EVA (Economic Value Added) ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který se dá stanovit jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem NOPAT – net operating profit after

taxes a kapitálovými náklady. Tento ukazatel měří ekonomický zisk, kterého je dosaženo, když jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak i náklady kapitálu (1 s. 283).

Vzorec pro ukazatel EVA pak vypadá následovně.

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Kde C znamená kapitál, který je vázaný v aktivech, též může být zaměněn s NOA net operating assets, čistými operačními aktivy (1 s. 284).

Jak by se nejprve mohlo zdát, tak NOPAT není účetní provozní výsledek hospodaření, ale jde o operační výsledek po odečtení upravených daní. Upravená daň nezahrnuje vliv nákladů a výnosů, které nemají co do činění s provozem podniku. Také není snížena o nákladové úroky a počítá se stejně jako by byl podnik financován jen z vlastního kapitálu (1 s. 284).

Pokud je ukazatel  $EVA > 0$ , můžeme říct, že je podnik úspěšný. Dosahuje totiž vyšší výnosnosti investovaného kapitálu, než byly náklady spojené s jeho užíváním. Pokud je  $EVA = 0$  pak je výnosnost investovaného kapitálu stejná jako průměrné náklady na kapitál. Když je  $EVA < 0$ , dochází k úbytku majetku akcionářů, výnosnost investovaného kapitálu je nižší než náklady na cizí kapitál (16 s. 21).

Stejně jako u metod DCF i u metody EVA můžeme rozlišovat varianty EVA entity, ekvity a APV. Stejně tak jako u metody DCF bude popsána varianta EVA entity (1 s. 295).

**Tab. 4: Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu (1 s. 295)**

Tržní hodnota operačních aktiv (provozně potřebných aktiv)
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Nejprve musíme vypočítat hodnotu aktiv tvořících hodnotu pro vlastníky a věřitele, poté se odečte hodnota cizího kapitálu a tím je získána hodnota pouze pro vlastníky. Jak se zjistí hodnota operačních aktiv, vidíme v následující tabulce.

**Tab. 5: Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv (1 s. 295)**

Čistá operační aktiva NOA
+ Tržní přidaná hodnota MVA
= Tržní hodnota operačních aktiv

Kde MVA market value added je současná hodnota budoucích EVA. EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, zatímco MVA ukazuje pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu. MVA můžeme zjistit dvěma variantami (1 s. 296).

- Varianta Ex post- jde o rozdíl mezi hodnotou NOA a tržní hodnotou podniku jako celku.
- Varianta Ex ante- jde o současnou hodnotu budoucích operačních zisků EVA (1 s. 296).

Stejně tak jako u předchozí metody DCF i zde volíme dvoufázovou metodu. Druhá fáze se vypočte jako věčná renta za stabilní ekonomickou přidanou hodnotu do nekonečna. Vzorec pro výpočet vypadá následovně (1 s. 297).

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

„Kde:

$H_n$	<i>hodnota vlastního kapitálu podniku (netto hodnota)</i>
$EVA_t$	<i>EVA v roce t</i>
$NOA_0$	<i>čistá operační aktiva k datu ocenění</i>
$NOA_{t-1}$	<i>čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, k počátku roku t</i>
$NOPAT_t$	<i>operační výsledek hospodaření po dani v roce t</i>
$T$	<i>počet let explicitně plánovaných EVA</i>
$WACC$	<i>průměrné vážené náklady kapitálu</i>
$D_0$	<i>hodnota úročených dluhů k datu ocenění</i>
$A_0$	<i>ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (1 s. 297).“</i>

## 2 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

V této části práce bude představena oceňovaná společnost ARDON SAFETY s.r.o., provedena strategická analýza, a to analýza vnitřního a vnějšího prostředí a v neposlední řadě také finanční analýza.

### **Obecné údaje:**

Obchodní firma a sídlo: ARDON SAFETY s. r. o.

Tržní 2902/14, Přerov I-Město, 750 02 Přerov

Vznik: 8. 2. 2000

Identifikační číslo: 258 52 141

Právní forma: Společnost s ručením omezeným

Předmět podnikání: Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3  
živnostenského zákona

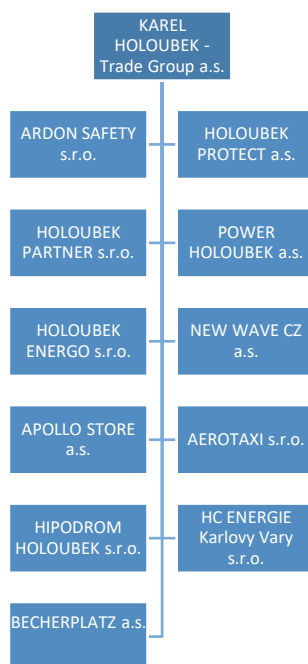
Statutární orgán: Jednatelé – Mgr. Tomáš Voženílek, Ing. Jan Vinš

Společník: KAREL HOLOUBEK Trade Group a.s.

Základní kapitál: 100 000 Kč (17).

Předmětem ocenění je společnost ARDON SAFETY s. r.o. sídlící v Přerově. Jde o dceřinou společnost české společnosti KAREL HOLOUBEK Trade Group a.s. se sídlem v Karlových Varech. Součástí koncernu jsou pak společnosti jako například HOLOUBEK PROTECT a.s., HOLOUBEK PARTNER s.r.o., AEROTAXI s.r.o., HIPODROM HOLOUBEK s.r.o. Struktura koncernu je znázorněna v následujícím schématu.

**Schéma 1: Struktura koncernu (vlastní zpracování dle 18)**



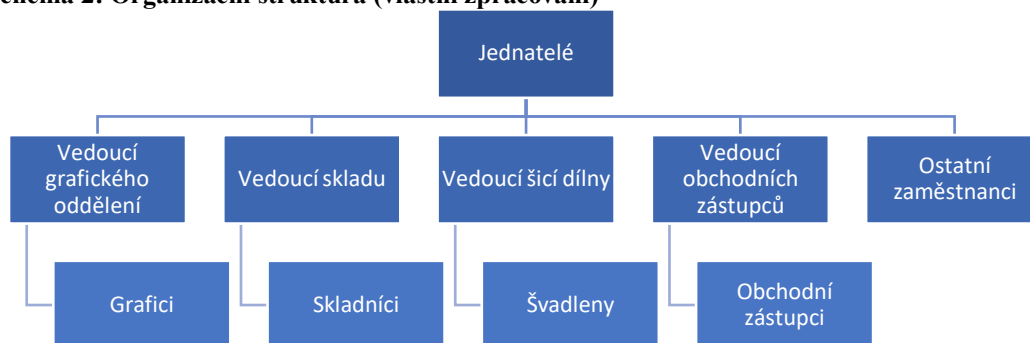
Oceňovaná společnost ARDON SAFETY s.r.o. byla založena v roce 2000 panem Mgr. Tomášem Voženílkem, který tak navázal na své dosavadní podnikatelské aktivity a založil firmu Voženílek pracovní ochranné pomůcky s.r.o. ta však v roce 2015 změnila obchodní firmu a přejmenovala se na ARDON SAFETY s.r.o. V současné době ARDON SAFETY s.r.o. patří k předním dovozcům a prodejcům ochranných pracovních pomůcek České republiky. Prodává jak maloobchodně, tak velkoobchodně a rozšiřuje i maloobchodní prodejny, které jsou v Přerově, Uničově, Ostravě a Jeseníku. Jejich zboží však můžeme najít v mnohých prodejnách s ochrannými pracovními pomůckami po celé republice (19).

Trh společnosti je převážně na území České republiky. Kvůli své poloze je pak značná část velkoobchodu a maloobchodu soustřeďována na Moravu, velkoobchodu se daří i Čechách. Jejich produkty obsahují širokou škálu pracovních ochranných pomůcek a to, rukavice, obuv, produkty sloužící k ochraně dýchacích cest, ochraně zraku, sluchu, hlavy, pomůcky k práci ve výškách, ale také drogerii. Mimo své vlastní značky pracovních oděvů jako je COOL TREND a ARDON prodává také produkty světových firem jako je Uvex, 3M, Honeywell, Shova, ATG, Climax a Dupond. V sídle společnosti se také

nachází šicí dílna, sloužící pro zakázkovou výrobu pracovních oděvů a také pro potisk (19).

ARDON SAFETY s. r. o. zaměstnává 116 pracovníků, kteří jsou tvořeni z technickohospodářských zaměstnanců v počtu 40, dále z vedení společnosti (jednatelů) a ostatních zaměstnanců (19).

**Schéma 2: Organizační struktura (vlastní zpracování)**



Podnik bude oceněn z pohledu vlastního kapitálu, tedy jako ekonomická jednotka z pohledu vlastníka. Ocenění bude sloužit pro blíže nespecifikovaného investora a bude ve výši objektivizované hodnoty podniku k datu 1. 1. 2017. Vycházíme tedy ze skutečností známých k tomuto dni.

## 2.1 Strategická analýza

Strategická analýza se skládá z analýzy vnějšího a vnitřního prostředí podniku a jejím smyslem podle prof. Maříka je stanovit celkový výnosový potenciál podniku.

### 2.1.1 SLEPT analýza

Analýza SLEPT je používána pro odhalení budoucího vývoje vnějšího prostředí společnosti. Každý podnik se nachází v určitém prostředí, ve kterém na něj působí různé vlivy. Vlivy, které na něj působí právě z vnějšího prostředí, však sám ovlivňovat nedokáže. Měl by ale neustále sledovat vývoj tohoto prostředí, stav a stále se snažit co nejvíce se tomuto prostředí přizpůsobit. Tato SLEPT analýza rozděluje jednotlivé vlivy

do čtyř skupin na sociální, legislativní, politické a technologické, kterým je pak jednotlivě věnována pozornost.

### Sociální faktory

Společenské faktory se zabývají zejména demografickým vývojem obyvatelstva, úrovní a životním stylem a také například vzděláním. Na oceňovanou společnost ARDON SAFETY s.r.o. působí tento faktor především na nábor nových pracovníků. Jde zejména o méně kvalifikované mužské pozice jako například skladník a závozník. Z ženských pozic pak švadleny.

Následující tabulky ukazují vývoj mužské a ženské populace ve věku 15- 64 v oblasti, kde má podnik sídlo, to je v jejích v Přerově. V tabulce je také uveden vývoj populace v Olomouckém kraji, z něhož většina zaměstnanců pochází.

**Tab. 6: Vývoj populace v okrese Přerov a Olomouckém kraji 2010- 2016 (vlastní zpracování dle 20)**

<b>Okres Přerov</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Muži 15-64 let	47 260	43 349	45 928	45 393	44 868	44 408	43 890
Ženy 15-64 let	46 074	45 275	44 536	43 855	43 395	42 807	42 268
<b>Olomoucký kraj</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Muži 15-64 let	226 164	222 354	219 860	217 367	215 046	212 755	210 281
Ženy 15-64 let	222 444	218 395	215 442	212 497	209 902	207 265	204 652

Dle získaných dat lze vidět, že počet mužů i žen v produktivním věku v letech 2010 – 2016 postupně klesá. Počet mužů v okrese Přerov se mezi rok 2010 a 2016 poklesl o 3 370, podobný pokles byl zaznamenán i v počtu žen. Stejný klesající trend v těchto letech vykazoval i celkově Olomoucký kraj, ve kterém se počet mužů za toto období snížil téměř o 16 tisíc. Stejně tak tomu bylo u žen, a to o 17 tisíc.

Tento vývoj může pro podniku znamenat určitou hrozbu při získávání nových pracovníků a spolu se stále se snižující nezaměstnaností se tato hrozba může zvětšovat.



**Tab. 7: Struktura vzdělání v Olomouckém kraji 2014-2016 (vlastní zpracování dle 20)**

<b>Druh vzdělání</b>	<b>Počet studentů ve školním roce</b>		
	2014/2015	2015/2016	2016/2017
Střední odborné	28 183	27 437	27 158
Vyšší odborné	1 364	1 241	1 124
Vysokoškolské	19 688	18 175	17 139

Příznivější jsou výsledky ze struktury vzdělání v Olomouckém kraji, kdy převažuje střední odborné vzdělání obsahující obory maturitní i výuční obory, ze kterých společnost čerpá nejvíce. Dle výsledků posledního sčítání lidu v roce 2011 bylo v Olomouckém kraji 35,4 % obyvatelstva se středním vzděláním včetně vyučení a 26,9 % obyvatelstva s úplným středním vzděláním (21).

Podle statistiky Českého statistického úřadu se úroveň vzdělání v ČR navyšuje. K roku 2011 bylo v České republice vysokoškolsky vzděláno 12,5 % obyvatel (21).

Tato skutečnost pak může být výhodou v případě hledání nových kvalifikovaných zaměstnanců například na manažerské pozice. U řídicích pozic je však ve společnosti fluktuace velmi nízká.

### **Legislativní faktory**

Každá firma se sídlem v České republice, dle občanského zákoníku „obchodní korporace“ se musí řídit zákony České republiky. Nejinak je tomu i u společnosti ARDON SAFETY s.r.o. V minulosti se jednalo zejména o zákon o č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, který nově nahradil Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Základní pojmy vztahující se k podnikání, reklamacích a korporacích obecně, jsou však uvedeny v Zákoně č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, jimiž se firma také musí řídit.

Když v roce 2014 proběhla změna zákona a byl zrušen obchodní zákoník a nahrazen novým občanským zákoníkem a zákonem o obchodních korporacích, firmy se to sice dotklo, ale nevýznamným způsobem. Bylo například nutné upravit společenskou smlouvu, avšak ani ta nemusela být notářsky ověřena, musela být však odeslána do sbírky listin.

Protože firma zaměstnává zaměstnance, musí se také řídit Zákonem č. 262/2006 Sb., zákoník práce. Také si sama vede účetnictví a je účetní jednotkou, je pro ni také podstatný Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, dále Zákon č. 586/1992 o daních z příjmů a 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty. Má vypracovány také vnitropodnikové směrnice. V neposlední řadě také Živnostenský zákon, Zákon o ochraně hospodářské soutěže, Zákon o ochraně osobních údajů, Zákon o technických požadavcích na výrobky a další.

Protože firma poskytuje i množství zboží používajících se ve zdravotnictví, musí sledovat i nejnovější nařízení a doporučení mezinárodních zdravotnických organizací a neprodávat zboží, které již není těmito organizacemi doporučováno. Jedním z výrobků nedoporučovaných touto organizací jsou například pudrové latexové. Společnost ARDON SAFETY s.r.o. se také týká Obecné nařízení o ochraně osobních údajů neboli GDPR, které je účinné od 18. 5. 2018, společnost je na něj připravena.

### **Ekonomické faktory**

Hlavními faktory ovlivňujícími celou ekonomiku a v určité míře i společnost ARDON SAFETY s.r.o. jsou zejména hrubý domácí produkt, míra inflace, výše úrokových sazeb, míra nezaměstnanosti, zaměstnanost a výše mezd.

Protože společnost je velkoobchodní a maloobchodním prodejcem ochranných pracovních pomůcek a dodává do velkoobchodů, které následně zboží prodávají téměř do všech odvětví, je jejich činnost závislá na celkové zaměstnanosti a také na zaměstnanosti specifických odvětví. Oblasti průmyslu, do kterých dodávají, se týkají zejména potravinářství, stavebnictví, strojírenský, automobilový, chemický průmysl a další.

Dle Českého statistického úřadu se zaměstnanost v oblasti celkového průmyslu stále zvyšuje. Ke konci roku 2016 bylo v průmyslu zaměstnaných 1,236 mil osob, což je oproti počátku roku 2010 nárůst přibližně o 68 tis. zaměstnaných. Tomu také přispívá růst mezd v této oblasti a dá se tedy předpokládat, že navyšování přivede do průmyslu další zaměstnance třeba z jiných oblastí (19).

**Tab. 8: Počet osob zaměstnaných v průmyslu 2010-2016 (vlastní zpracování dle 22)**

Počet na konci roku	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
V tis.	1 167,8	1 180,4	1 176,5	1 165,2	1 185,9	1 205,2	1 236,2

Co se týká celkového trhu práce a konkrétně zaměstnanosti, tak podle Ministerstva financí zaměstnanost ve 3. čtvrtletí roku 2017 oproti roku 2016 meziročně vzrostla o 2 %. Počet zaměstnanců se také navýšil o 2,2 %. K tomuto nárůstu z odvětvového hlediska nejvíce přispěl právě zpracovatelský průmysl, ale také odvětví jako velkoobchod, maloobchod a vzdělávání. Pokles byl zaznamenán v odvětví těžby a dobývání a ve stavebnictví. Je patrný také nedostatek pracovníků a to prakticky ve všech odvětvích. Tato skutečnost představuje jistou překážku pro nárůst ekonomiky. Právě zaměstnanost se již téměř nedaří navyšovat z řad nezaměstnaných a pracovníci jsou získáváni z řad osob mimo pracovní sílu nebo jsou najímáni zaměstnanci ze zahraničí. Tomu však nepřispívají administrativní bariéry (23).

**Tab. 9: Vývoj a predikce zaměstnanosti v ČR (vlastní zpracování dle 23)**

Zaměstnanost-skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Meziroční změna v %	-1	0,4	0,4	1	0,8	1,4	1,9
Zaměstnanost -predikce	2017	2018	2019	2020	2021		
Meziroční změna v %	1,6	0,6	0,2	0,2	0,1		

Míra nezaměstnanosti vykazuje také rekordně nízké hodnoty a v současné době dosahuje Česká republika nejlepší úrovně v EU. Nezaměstnanost stále klesá, ale lze těžko stanovit, kde leží minimální hodnota nezaměstnanosti. Pro rok 2018 se počítá s poklesem na 2,4 % z 2,9 % nezaměstnaných osob a v roce 2019 s poklesem na 2,3 %. V evropském kontextu během posledních desetiletí nebyly nikdy takto nízké hodnoty zaznamenány. Naproti tomu roste míra ekonomické aktivity u obyvatel ve věku 15 -64 let, kdy volná místa a vyšší výdělek motivuje k práci i ty obyvatele, kteří v minulosti aktivní nebyli (23).

Podle Ministerstva financí je ekonomika ve fázi konjunktury. Stabilní situace uvnitř české ekonomiky a s ní související nárůst důvěry vytváří podmínky pro další pokračování ekonomické konjunktury u nás. Výkon ekonomiky, který je měřený reálným HDP, ve 3. čtvrtletí meziročně vzrostl o 4,7 % oproti 4,5%. Tento růst byl způsoben rostoucí domácí poptávkou. Největší podíl na růstu měly výdaje na konečnou spotřebu domácností a

investice firem. Kladně na něj působilo také zvýšení tempa růstu vývozu i dovozu a bilance zahraničního obchodu se službami a zbožím. Zvýšená spotřeba domácností svědčí o jejich optimismu ohledně ekonomické situace a vývoji hospodářství a byla způsobena nárůstem disponibilního důchodu. Zaznamenán byl nárůst tvorby hrubého fixního kapitálu, kdy se nejvíce investovalo do komunikačních technologií, strojů a ostatních zařízení, obydlí a do dopravních prostředků (23).

Při predikci HDP se předpokládá, že ekonomický růst bude tažen znovu domácí poptávkou a největší vliv budou mít výdaje na konečnou spotřebu domácností a investiční aktivita firem a vládních institucí. Růst by mělo také posílit saldo zahraničního obchodu a spotřeba vládního sektoru. Očekává se, že HDP reálné vzroste v roce 2018 o 3,4 % v roce 2018 o 3,4 %. Kompletní vývoj a predikci HDP v letech 2010-2021 ukazuje následující tabulka (23).

**Tab. 10: Vývoj a predikce HDP v ČR (vlastní zpracování dle 23)**

<b>HDP-skutečnost</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
HDP mld. Kč, (b.c.)	3954	4022	4048	4098	4314	4596	4773
Meziroční změna v % (s.c.)	2,3	2	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6
<b>HDP-predikce</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>		
HDP mld. Kč, (b.c.)	5042	5304	5530	5754	5985		
Meziroční změna v % (s.c.)	4,3	3,4	2,6	2,4	2,2		

Dalším významným makroekonomickým ukazatelem je míra inflace. Cenová hladina má vliv na stabilitu země a také na podnik z důvodu ovlivňování hodnoty vstupů a výstupu. To působí i na společnost ARDON SAFETY s.r.o. Průměrná míra inflace dosahovala v minulosti nižší úrovně a v současnosti je na míře 2,5% což je nejvíce za posledních pět let. Podílela se na tom nízká nezaměstnanost se zároveň vysokým počtem volných pracovních pozic. To vyústilo v náhlý nárůst mezd a vzrostly tím náklady práce. Z hlediska spotřebního koše měl největší vliv nárůst v oddílu potravin a nealkoholických nápojů. Faktor, který inflaci mírně utlumil, bylo posílení koruny, kdy byl ukončen kurzový závazek České národní banky. Mezi státy v Evropské unii patří Česká republika k zemím s vyšší inflací. Inflace v roce 2017 se nacházela na horní polovině tolerančního pásma, který stanovila ČNB. V roce 2018 je počítáno s téměř stejnou inflací jako v roce 2017. Nejvýznamnější dopad na inflaci bude mít zvýšení ceny elektrické energie. I přes

to, že se předpokládá posílení koruny vůči euru, bude inflace v průběhu celého roku 2018 dosahovat horní hranice tolerančního pásma ČNB a měla by dosáhnout 2,6 %. V roce 2019 by měla inflace dosahovat 2,1 % a to díky zpomalení růstu jednotkových nákladů práce a cena ropy by měla také klesnout. Určitý vliv bude mít i další posílení kurzu koruny vůči euru. V letech 2020 a 2021 predikce značí stejné hodnoty a to 1,8 % (23).

**Tab. 11: Míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen v ČR (vlastní zpracování dle 23)**

<b>Inflace- skutečnost</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
míra inflace v %	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7
<b>Inflace-predikce</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>		
míra inflace v %	2,5	2,6	2,1	1,8	1,8		

Dalším ekonomickým faktorem, který na oceňovanou společnost působí je výše úrokových sazeb. I v současnosti se nachází v situaci, kdy ke své činnosti využívá převážně cizí zdroje financování. Také je potřeba uvažovat, že se v budoucnu rozhodne realizovat nějakou významnou investiční akci, kde bude potřebné další financování úvěrem. Po ukončení závazku České národní banky provádí banka svou měnovou politiku převážně za pomoci úvěrových sazeb. Měnové podmínky se budou v úrokové sazbě zpříšňovat. Dvoutýdenní repo sazba je od roku 2012 -2016 na úrovni 0,05 % p. a. až v roce 2017 lze vidět navýšení na 0,5 % p. a., tedy o 0,25 p. a. z důvodu předpokládaného možného navýšení inflace. Vzhledem k očekávanému vývoji ekonomiky se předpokládá navýšení tříměsíční sazby PRIBOR na 0,41, v roce 2018 pak na 1,1 % a ve 2019 na 1,7% p (23).

**Tab. 12: Úrokové sazby PRIBOR 3M, Repo 2T v letech 2010-2019 (vlastní zpracování dle 23)**

<b>Úroková sazba -roční</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
PRIBOR 3M v % p. a.	1,31	1,19	1,00	0,46	0,36	0,31	0,29
Repo 2T v % p. a.	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>predikce</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>				
PRIBOR 3M v % p. a.	0,41	1,1	1,7				
Repo 2T v % p. a.	0,50	-	-				

Společnost ARDON SAFETY s.r.o. nakupuje převážnou část zboží v zahraničí, proto je důležité sledovat i vývoje měnových kurzů. Kurz koruny vůči euru pokračuje v posilování a dosáhl v roce 2017 průměru 26,32 CZK/EUR, což značí apreciaci. Pro kurz koruny k americkému dolaru bylo stanoveno, že bude implikován vývojem kurzu dolaru proti euru. Byl stanoven technický předpoklad stability na úrovni 1,2 USD/EUR oproti dřívějším 1,15 USD/EUR. Posilování eura je pravděpodobně dáno pozitivnějším vývojem v eurozóně, než se očekávalo. Jak lze tedy vidět, jak nominální měnový kurz eura, tak kurz amerického dolaru se budou snižovat a koruna bude posilovat (23).

**Tab. 13: Vývoj nominálních měnových kurzů eura a amerického dolaru (vlastní zpracování dle 23)**

<b>Skutečnost – roční průměr</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Nominální měnový kurz CZK/EUR	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03
Nominální měnový kurz CZK/USD	19,11	19,69	19,58	19,56	20,75	24,6	24,43
<b>Predikce - roční průměr</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>		
Nominální měnový kurz CZK/EUR	26,32	25,4	25,0	24,6	24,2		
Nominální měnový kurz CZK/USD	23,36	21,2	20,8	20,5	20,1		

### **Politické faktory**

Politické faktory, které působí na společnost ARDON SAFETY s.r.o. jsou především forma a stabilita vlády, kterou bych v současné situaci označila za nestabilní. Na scéně se objevují strany s významně odlišnými názory a lze tedy očekávat změny zákonů, vyhlášek a nařízení, které budou mít určitý vliv na firemní výdaje a to například ve formě výdajů za školení účetních, daňových poradců a zaměstnanců.

### **Technologické a ekologické faktory**

Technologický vývoj má jistě na fungování podniku zásadní vliv. Aby byla společnost na trhu úspěšná, musí sledovat trendy v oblasti pracovních ochranných pomůcek. Z hlediska ekologie musí společnost umět nakládat s odpady, dodržovat zákony týkající se životního prostředí i přes to, že obor, ve kterém ARDON SAFETY s.r.o. působí, nepatří k výrazným znečišťovatelům. Výhodou okolí podniku je, že v blízkosti jejího skladu je zahájena výstavba dálnice, což zlepší doby dodání a bude pozitivně působit na logistiku.

### **2.1.1 Analýza mikroekonomického prostředí**

Tato analýza se soustředí na analýzu odvětví, ve kterém firma působí, proto byl použit Porterův model pěti sil, který se zabývá konkurenčním prostředím a posuzuje rizika vstupu potenciálních konkurentů, vyjednávací sílu odběratelů a dodavatelů, rivalitu mezi stávajícími konkurenty a hrozbu možných substitutů.

#### **Vyjednávací síla odběratelů**

Oceňovaný podnik má poměrně velkou síť odběratelů. Obchodní strategie podniku se neodchyluje od jejich původního modelu a i nadále hodlají podporovat zejména koncepci prodeje konečným spotřebitelům přes regionální obchodní partnery. Ukázalo se jako vhodné podporovat regionální produktové manažery při prezentaci zboží konečným spotřebitelům. Společnost ARDON SAFETY s.r.o. má pevný ceník, svým odběratelům poskytuje slevy podle obratu, podle aktivního přístupu odběratele k jejich sortimentu, platební morálce a také podle toho, zda odběratel sdílí jejich obchodní vizi. Jejich vyjednávací síla záleží tedy na těchto faktorech. Snaha je dodávat především do specializovaných prodejen na ochranné a pracovní pomůcky, kde je motivovaný a vyškolený personál. Prostřednictvím regionálních partnerů společnost ARDON SAFETY s.r.o. také dodává do supermarketů, hobby marketů. Dodává přímo i do nadnárodních hobby řetězců. Oblast odběratelů se odvíjí od jejich historické aktivity. Jedná se o oblast Moravy a později s růstem portfolia se obchodní síť rozšířila i do Čech a dále do zahraničí. V současné době se jedná o mnohé evropské státy.

#### **Vyjednávací síla dodavatelů**

Společnost ARDON SAFETY s.r.o. pečlivě a cílevědomě buduje svoji značku ARDON. Přestože sama nevlastní výrobní závod, snaží se při jednání se zahraničními i tuzemskými dodavateli o to, aby se jejich představy o zboží a originální nápady projeví na konečných výrobcích. Některé modely jsou tím pádem navrženy podnikem, i když je přímo sám nevyrábí. Typizovanější pracovní ochranných pomůcek jako je obuv, ochrana zraku a ochrana dýchacích cest se snaží společnost navrhovat sama. Komplikované pomůcky pak nakupují u světových renomovaných společností, jako jsou 3M, Uvex, Sundstrom, ATG a Honeywell, které jsou schopny reagovat na stále se zvyšující potřeby. V těchto

dodavatelích pak podnik vyhledává své strategické partnery a snaží se získat výhradní zastoupení pro oblast ČR i další oblasti. Nákupní ceny u těchto významných partnerů jsou dány množstvím odběrů a mohou se v průběhu měnit. Čím více společnost ARDON prodá, tím větší má vyjednávací sílu. Vzhledem k tomu, že se postavení společnosti stále zlepšovalo a zlepšuje, jak lze vidět i z účetních výkazů společnosti, mohou s dodavateli lépe vyjednávat.

### **Hrozba nových substitutů**

Při vývoji nových ochranných pracovních pomůcek se vychází z tradičního pojetí ochrany při práci. Nevznikají vyloženě nové typy pomůcek, ale spíše se zdokonalují tím, že na scénu přicházejí nové materiály a technologické postupy. Dají se spojit materiály, které se v minulosti nedaly, a to například polyuretan s gumou. Tím se zvyšuje komfort i užité vlastnosti. Nové syntetické materiály přispívají k životnosti oděvů. Vývoj těchto nových materiálů je velmi personálně i finančně náročný a mohou si jej proto dovolit jen významné firmy, proto vstup nových kvalitních substitutů je poměrně obtížný. Existuje však varianta běžně dostupných produktů sloužících k ochraně zdraví při práci. Proto síla hrozby závisí na struktuře odběratelů, někteří vyžadují kvalitní výrobky se specifickými vlastnostmi, tyto produkty jsou hůře substituovatelné, jiní naopak běžné zboží, které lze nahradit například modely dováženými z Asie.

### **Hrozba nových konkurentů**

Veškeré zboží, které je uváděno na trh v České republice, musí být certifikováno podle platných norem. Spolupráce prodejce a zákazníka je založena na dlouhodobých vztazích a je těžké se do těchto vztahů nabourávat. Což ovšem neznamená, že by nová konkurence nevznikala a nezanikala, ale s ohledem na tyto okolnosti je však vstup nového začínajícího konkurenta, tak aby ohrožoval společnost ARDON SAFETY s.r.o. obtížný. Obecně ale bariéry vstupu do odvětví nejsou velké. Hrozba v přímé konkurenci může spočívat spíše ve stupu zahraniční společnosti na tuzemský trh.



## Současná konkurence

Současná konkurence společnosti ARDON SAFETY s.r.o. je tvořena z tradičních firem, které ve většině započali svou činnost velice rychle po převratu.

ČERVA GROUP a.s. – byla založena v roce 1991 a je velkoobchodním dodavatelem ochranných pracovních prostředků. Má celkem 11 poboček nejenom v ČR. Obchoduje se zbožím vlastních značek, které zadává do výroby v Asii (Čína, Pákistán, Indie, Bangladéš). Centrální sklad je v Jenči, dále má pobočky v Ostravě a v Brně. Společnost má majetkové účasti v různých u zahraničních společnostech. Zaměstnává v průměru 133 zaměstnanců (24).

**Tab. 14: Tržní podíl společnosti ČERVA GROUP a.s. (vlastní zpracování dle 24 a 26)**

<b>ČERVA GROUP a.s.</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tržby (v Kč)	1 435 834	1 661 273	1 674 145	1 937 455	2 162 752	2 164 080	2 316 352
Tržní podíl v %	0,190%	0,209%	0,207%	0,242%	0,263%	0,258%	0,287%

CANIS SAFETY a.s.– je také velkoobchodním dodavatelem pracovních ochranných pomůcek. Jejich koncepce se však mírně odlišuje od společnosti ARDON. Stále rozšiřují síť obchodních prodejen, jak ve větších tak i menších městech, ze kterých se snaží působit do regionů. Společnost má vlastní šicí a potiskovou dílnu. V průměru zaměstnává 474 zaměstnanců (25).

**Tab. 15: Tržní podíl společnosti CANIS SAFETY s.r.o. (vlastní zpracování dle 25 a 26)**

<b>CANIS SAFETY a.s.</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tržby (v Kč)	1 024 674	1 255 989	1 242 210	1 246 292	1 428 598	1 765 250	1 832 256
Tržní podíl v %	0,136%	0,158%	0,154%	0,155%	0,173%	0,210%	0,227%

Lze vidět, že tržby konkurenčních společností dosahují i několikanásobku oproti oceňované společnosti ARDON SAFETY s.r.o. a jejich tržní podíly jsou tím pádem vyšší a vykazují rostoucí tendenci. V roce 2016 byly tržní podíly obou podniků větší než 0,2

%, zatímco tržní podíl oceňovaného podniku dosahoval 0,13 %, jak bude vidět v práci dále.

Ohrožením tržeb jedné skupiny zboží, mohou být také firmy, které se specializují například jen na obuv a snaží se individuálně oslovovat některé jejich zákazníky a nabízet jim své zboží.

Konkurence je aktivní ARDON SAFETY se však snaží být aktivnější a konkurenci předcházet. Má vlastní vizi, kterou předává svým obchodním partnerům.

### **2.1.2 Analýza vnitřního prostředí**

Průzkum vnitřního prostředí podniku byl prováděn na základě modelu 7S.

#### **Strategie**

Hlavním cílem podniku je rozšiřovat a udržovat co nejširší portfolio výrobků a základnu zákazníků. Je tedy nezbytné přicházet s novými a inovovanými výrobky. ARDON v sezonních a pravidelných intervalech vytváří a přivádí na trh nové modelové řady pracovních oděvů, oděvů a pomůcek. V této souvislosti se také firmě podařilo přivést do České republiky výrobky významných zahraniční výrobců, například švédskou firmu Sundström, ATG nebo UNIVET.

#### **Struktura**

Organizační struktura je koncipována tak, aby podněty a nápady firma mohla co nejrychleji zpracovávat. Každá klíčová oblast má svého manažera, který je v kontaktu s klíčovými dodavateli a zákazníky. Manažer pak vytváří podklady pro další vývoj, které předkládá jednatelům. Schéma organizační struktury je uvedeno v kapitole představení společnosti.

#### **Systémy**

Aby firma mohla fungovat, musí mít přístup k údajům o odběratelích, dodavatelích, výrobcích, dobách dodání atd. K tomu účelu používá software Dialog 3000, který

umožňuje vytvářet různé přehledy o stavech zásob, dobách dodání a dostupnosti zboží. Dialog 3000 slouží zároveň jako účetní program a je pravidelně aktualizován. Dále je používán Microsoft Office. V grafickém oddělení pak používají nejmodernější grafické programy.

### **Spolupracovníci**

Trh, na kterém se společnost pohybuje, je citlivý na změny ceny, kvalitu či na zákaznický servis. Je důležité, aby na všech pozicích proto pracovali motivovaní a zodpovědní zaměstnanci. Ve firmě se pohybují různě kvalifikovaní zaměstnanci přes manažery, švadleny, řidiče, grafici, účetní až ke skladníkům.

### **Schopnosti**

Každý zaměstnavatel musí své pracovníky školit v oblastech BOZP. Také probíhají pravidelné školení řidičů. Pokud jde o školení zvyšující produktivitu obchodníků, ty se konají pravidelně každé čtvrtletí. Konkrétním odborným pracovníkem jsou pak předvedeny novinky a jejich vlastnosti, také bývají představeny výrobky konkurence. Nepravidelně se pak konají jednorázová školení, která reagují na nečekané situace vyvolané trhem.

### **Styl řízení**

V čele podniku stojí dva jednatelé, kteří jednají samostatně a zastávají demokratický způsob vedení. Jsou podřízeni pokynům majitele, kterým je KAREL HOLOUBEK - Trade Group a.s. V hierarchickém uspořádání se pod jednately nachází vedoucí jednotlivých úseků, kteří zodpovídají za své svěřené pracovníky.

### **Sdílené hodnoty**

Cílem , která dnes nese název ARDON SAFETY prošla dlouholetým vývojem a za celou dobu své existence až doposud si velmi zakládala na poctivém a férovém přístupu, jak k partnerům, tak ke svým zaměstnancům. Tento dlouhodobý přístup se v průběhu doby

zhodnocuje v motivovaném a zodpovědném personálu, který sdílí filosofii a morální zásady firmy. Zaměstnanci tak jednají ve prospěch dobrého jména společnosti.

### 2.1.3 Vymezení relevantního trhu a jeho velikost

Oborem podnikání oceňované společnosti je prodej pracovních ochranných pomůcek. Jejich relevantní trh lze tedy nejlépe vymezit dle odvětvových klasifikací CZ- NACE. Jedná se o prodej, budeme tedy vycházet z oddílu G, který zahrnuje velkoobchod a maloobchod. Pro rozlišení velkoobchodu a maloobchodu je rozhodující struktura odběratelů, kdy velkoobchod se zabývá nákupem a následným prodejem zboží do maloobchodů, obchodním zástupcům a dalším velkoobchodníkům. Velkoobchodníci také obchodují vlastním jménem. V případě maloobchodu jde o prodej produktů spíše obyvatelstvu pro spotřebování již přímo v domácnostech. Z těchto hledisek budeme tedy vycházet z odvětví CZ- NACE 46 – Velkoobchod, kromě motorových vozidel. Pro užší dělení pak postupujeme na skupinu 46.42 – Velkoobchod s oděvy a obuví. Tato skupina v sobě zahrnuje obchod s oděvy včetně sportovního, oděvními doplňky a obuv. Konkrétnější rozdělení pro pracovní ochranné oděvy a pomůcky neexistuje, proto budeme jako relevantní trh považovat skupinu CZ – NACE 46, pro kterou jsou také dostupné údaje dle MPO.

Jak již bylo uvedeno v předchozích analýzách, převážným trhem společnosti je území České republiky. Společnost sice dodává i na zahraniční trhy, avšak s malými podíly, kde tržby nejsou tolik významné. Považuji za nedůležité zkoumat tyto trhy, z důvodu, že výsledek tohoto zkoumání by nepřinesl užitek a nebyl by přiměřený vynaloženému úsilí. Pro prognózu tržeb vyjdeme tedy z tržeb odvětví, které zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu na svých internetových stránkách pod názvem „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016“.

**Tab. 16: Tržby odvětví CZ-NACE 46 (vlastní zpracování dle 26)**

Tržby odvětví NACE 46	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
v mil. Kč	754 884	795 483	806 824	801 641	823 568	840 007	806 768
index		1,0538	1,0143	0,9936	1,0274	1,02	0,9604
meziroční růst v %		5,38%	1,43%	-0,64%	2,74%	2,00%	-3,96%

Z tabulky lze vidět, že největších tržeb dosáhlo odvětví v roce 2014, kdy došlo k nárůstu tržeb oproti předcházejícímu roku o 2,74 %. Na počátku sledovaného období, tedy v roce 2010, můžeme ještě vidět důsledky finanční krize, kdy byla nízká poptávka po produktech a celková hospodářská recese v zemi. V následujícím roce pak došlo k největšímu přírůstku tržeb za období a to o 5,38 %. Vývoj odvětví je závislý na hospodářském cyklu, protože když se ekonomice daří, roste poptávka po zboží, je potřeba více pracovníků a tento fakt působí příznivě na celkovou zaměstnanost země.

Pro lepší orientaci můžeme také posoudit obor z pohledu počtu podniků, zaměstnanců a rentability, kdy vycházíme z informací vydávaných také Ministerstvem průmyslu a obchodu.

**Tab. 17: Počet podniků, zaměstnanců a rentabilita CZ-NACE 46 (vlastní zpracování dle 26)**

Ukazatel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Počet podniků	217	204	211	213	184	198	198
Počet zaměstnanců	33418	34527	37980	38399	41546	41508	41003
ROE	9,72%	10,86%	10,74%	9,70%	11,50%	11,23%	12,31%

Z výše uvedené tabulky je patrné, že nejvíce podniků zabývajících se velkoobchodem dle CZ – NACE 46 existovalo v roce 2010 i přesto, že mělo nejnižší průměrný počet zaměstnanců za sledované období. V dalších letech počet podniků kolísá, až se ustálí, avšak zaměstnanců přibývá. Dá se to přisuzovat upevňování vlastních pozic na trhu jednotlivých podniků, které například vyřadily slabší hráče, současným růstem ekonomiky a potřebou zaměstnávat více pracovníků. Od roku 2014 také rentabilita vlastního kapitálu ROE vykazuje rostoucí trend.

Po vzoru literatury Mařík zkompletujeme dosavadní informace z výše uvedených analýz do tabulky, která bude poskytovat ucelené údaje o atraktivitě trhu.

**Tab. 18: Hodnocení atraktivity trhu (vlastní zpracování dle 9)**

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3					x			4	12
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2						x		5	10
Bariéry vstupu	1			x					2	2
Možnosti substituce	1				x				3	3
Citlivost na	1	x							0	0
Struktura zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí	1					x			4	4
Celkem	16									48

Vzhledem k makroekonomickým ukazatelům, které vykazují příznivý vývoj trhu, bylo kritérium růstu trhu hodnoceno číslem 4. Velikost trhu je odvozena od síly kupujících, proto hodnotíme číslem 4. Z hlediska konkurence trh hodnotíme spíše negativněji a to číslem 1, z důvodu počtu konkurentů. Průměrná rentabilita oboru se v posledních letech zvýšila, proto je hodnocena číslem 5. Jak vyplynulo z Porterova modelu pěti sil, konkrétně pro podnik ARDON SAFETY s.r.o. se neočekává příliv takové přímé konkurence, která by společnost mohla ohrozit, avšak bereme-li v potaz čistě bariéry vstupu do odvětví, nejsou příliš velké, což je schopno přilákat nové firmy na trh. I přesto, že počet podniků mírně poklesl, hodnotíme negativněji číslem 2. Při hodnocení kritéria možnosti substituce vycházíme také z Porterova modelu pěti sil, proto hodnotíme průměrem 3. Jak již bylo zmíněno, některé produkty substituovat lze, jiné ne. Trh je závislý na konjunktuře, proto hodnoceno negativně. Struktura zákazníků je různorodá, hodnota je tedy ponechána jako průměr 3. Trh spíše není závislý na prostředí, ve kterém se nachází, což je pozitivní, proto číslo 4.

Maximální počet bodů: 96

Dosažený počet bodů: 48

Hodnocení:  $96/48 = 50 \%$

V závěru lze konstatovat, že atraktivita trhu se pohybuje přesně v průměru, a to na úrovni 50 %.

#### 2.1.4 Prognóza tržeb trhu

Dalším krokem je stanovení prognózy tržeb. Tato prognóza bude sestavena na základě dat zveřejňovanými Ministerstvem průmyslu a obchodu pro obor CZ – NACE 46.

**Tab. 19: Tržby odvětví CZ-NACE 46 období 2010-2016 (vlastní zpracování dle 26)**

Tržby odvětví NACE 46	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
v mil. Kč	754 884	795 483	806 824	801 641	823 568	840 007	806 768
index		1,0538	1,0143	0,9936	1,0274	1,02	0,9604
meziroční růst v %		5,38%	1,43%	-0,64%	2,74%	2,00%	-3,96%

Pro prognózu tržeb byla použita regresní analýza a analýza pomocí časových řad, která však, jak se předpokládalo, nevykazovala použitelné indexy determinace. Vývoj trhu, jak již bylo zmíněno, je totiž závislý na hospodářském cyklu, od kterého se pak odvíjejí hodnoty makroekonomických ukazatelů. Proto se jeví jako vhodnější použít metodu regresní analýzy, která poté do budoucích výpočtu zahrnuje predikované ukazatele Ministerstvem financí České republiky. Byla hodnocena závislost mezi tržbami trhu a následujícími makroekonomickými ukazateli.

**Tab. 20: Závislost trhu na makroekonomických ukazatelích (vlastní zpracování)**

Ukazatel	Pearsonův korelační koeficient
HDP b.c.	0,770036254
průměrná míra inflace	-0,391562964
zaměstnanost	<b>0,786997521</b>
spotřeba domácností	0,424923237
spotřeba vlády	0,551044387

Tento koeficient nabývá hodnot od -1 do 1, kdy čím blíže k 1, tím větší silnější vzájemný vztah veličin.

Nejvyšší závislosti (silné korelace) dosahoval ukazatel zaměstnanosti, jak se dalo již předem a z výsledků předcházejících analýz předpokládat. Na základě predikce tohoto ukazatele byl vytvořen lineární, exponenciální, kvadratický a kubický trend a ke každému byl dopočítán index determinace. Na základě předcházejících informací a z důvodu, že nejlépe vykresloval minulý stav a vykazoval významný index determinace, byl zvolen jako nejvhodnější exponenciální trend. Tento trend je monotónní funkcí, takže nedosahuje extrémů jako nemonotónní funkce. Výsledná rovnice tohoto trendu a tržby odvětví dle této rovnice vypadají následovně.

$$y = 787\,884\,821,2123e^{0,0286x}$$

**Tab. 21: Prognóza tržeb odvětví CZ-NACE 46 (vlastní zpracování dle 26)**

<b>Tržby odvětví NACE 46 - minulost</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
(tis. Kč)	754 883 750	795 483 047	806 823 880	801 640 523	823 567 721	840 006 923	806 767 602
index		1,0538	1,0143	0,9936	1,0274	1,02	0,9604
meziroční růst v %		5,38%	1,43%	-0,64%	2,74%	2,00%	-3,96%
<b>Tržby odvětví NACE 46 - prognóza</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>		
(tis. Kč)	824776 065	801521 594	792404 436	792404 436	790141 397		
index	1,0223	0,9718	0,9886	1	0,9971		
meziroční růst v %	2,23%	-2,82%	-1,14%	0,00%	-0,29%		

Meziroční tempo růstu tržeb odvětví je tedy navázáno na zaměstnanost. Průměrné tempo růstu za minulost bylo 1,62 %, predikce počítá s průměrným poklesem tempa o -0,4 %. Prognózován je tedy v roce 2017 rostoucí vývoj trhu, dále se počítá s jeho mírným poklesem.

### **2.1.5 Analýza vnitřního potenciálu firmy a konkurenční síly podniku**

Tato analýza v sobě zahrnuje nepřímé a přímé faktory, které jsou zobrazeny v podobě hodnocení kvality managementů a hodnocení výkonného personálu a souhrnným hodnocením obou faktorů. Konkurenceschopnost společnosti ARDON SAFETY s.r.o. byl podrobněji popsána v kapitole Porterův model pěti konkurenčních sil. Vnitřní chod



podniku byl zase popsán při analýze 7S. V této části budou poznatky z těchto analýz shrnuty do tabulek dle vzoru publikace prof. Maříka a budou nalezeny faktory podílející se na zvyšování či upevňování podílu na trhu. Výsledek se stane také podkladem prognózu tržeb podniku.

**Tab. 22: Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování dle 9)**

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1	Schopnost tvořit vize	Žádné					x		Vedení má jasnou vizi
2	Schopnost tvořit strategie	Žádná					x		Vedení má jasnou strategii
3	Schopnost prognózovat	Špatná				x			Mimořádná
4	Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle				x			Realistické pohledy
5	Plánování běžné činnosti	Žádné				x			Pravidelně, obsáhle
6	Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení					x		Jasná kompetence a hodnoty
7	Osobní kvalifikace	Nedostatečná					x		Vysoce kvalifikovaný
8	Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém					x		Vysoká, zájem o nové
9	Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x		Schopnost rychle nalézt řešení
10	Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jedno-strannost				x			Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	0	4	6	0	
Body × četnost		0	0	0	0	16	30	0	

Z tabulky v souvislosti s analýzou 7S vyplývá, že kvalita managementu je na vysoké úrovni a je konkurenční výhodou společnosti. Vedení společnosti je svěřeno dvěma jednatelem. Z nichž jeden firmu založil, prošel celým jejím vývojem a stojí za minulým úspěchem firmy. Má tedy k firmě vztah a orientuje se ve všech jejích oblastech. Druhý jednatel jej pak doplňuje po stránkách finančního managementu. Úspěch společnosti je tedy velice závislý na těchto dvou osobách. Oba mají odbornou a dlouhodobou praxi. Musíme brát ohled na skutečnost, že existuje riziko, že by některý z nich nebo oba chtěli firmu opustit, které se bude zohledněno při stanovení přírážky za riziko.

Získaný počet bodů: 46

Průměrný počet bodů  $46/10 = 4,6$  zaokrouhleně 5

Další oblastí hodnocení je personální oblast, která je také zpracována po vzoru publikace prof. Maříka a je uvedena v následující tabulce.

**Tab. 23: Hodnocení personální oblasti (vlastní zpracování dle 9)**

	Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Body						Příklad pro dobré hodnocení
			1	2	3	4	5	6	
1	Závislost na klíčových oborech	Závislost na klíčových oborech				x			Nezávislost na klíčových oborech
2	Kvalifikace personálu	Nedostatečně kvalifikovaný personál						x	Dostatečně kvalifikovaný personál
3	Riziko fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace					x		Nízká fluktuace
4	Hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra					x		Spokojenost a důvěra
5	Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota					x		Iniciativa
6	Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce					x		Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7	Náklady na školení	minimální				x			Vysoké
	Četnost bodů		0	0	0	2	4	1	
	Body x četnost		0	0	0	8	20	6	

Maximum bodů je 42 a dosaženo bylo 34 bodů, což značí 80 %. Jistě se tedy jedná o výhodu podniku. Personální struktura podniku ARDON SAFETY s.r.o. je tvořena z technickohospodářských pracovníků, z vedení a ostatních zaměstnanců, jako například obchodních zástupců, účetních a fakturantů. Společnost má tedy pokrytý svými zaměstnanci celý rozsah svých činností. Od toho se odvíjejí také náklady na školení, které jsou pro různé pozice odlišné. Jak již bylo zmíněno v analýze 7S atmosféra v podniku je přívětivá a zaměstnanci pracují v dobré jméno společnosti. Fluktuace zaměstnanců je

velmi nízká. Z tabulky je tedy patrné, že co se týče personálního zabezpečení, je podnik také na velice dobré úrovni.

Dále jsou posuzovány přímé faktory konkurenční síly a její souhrnné hodnocení

**Tab. 24: Kritéria konkurenční síly podniku (vlastní zpracování dle 9)**

Kritérium		Váha	Body atraktivity							Body	Váha
			Negativní		Průměr		Pozitivní				×
			0	1	2	3	4	5	6		Body
Přímé faktory	1 Cenová úroveň	4				x				3	12
	2 Šíře sortimentu	1						x		5	5
	3 Výhody místa	1				x				3	3
	4 Hloubka sortimentu	2						x		5	10
	5 Kvalita zboží	1						x		5	5
	6 Servis a služby	2					x			4	8
	7 Rychlost dodání	1					x			4	4
	8 Internetový prodej	1				x				3	3
	9 Kvalita prodejců	1						x		5	5
	10 Účinnost reklamy	2				x				3	6
	11 Image firmy	1					x			4	4
Nepřímé faktory	12 Kvalita vedení	1						x		5	5
	13 Výkonný personál	1						x		5	5
	14 Systém řízení oběhu zboží	1					x			4	4
	15 Majetek a investice	2			x					2	4
	16 Finanční situace	2				x				3	6
Celkem		24									89

### Hodnocení přímých a nepřímých faktorů

Cenová úroveň obdržela průměrný počet bodů. Ceny konkurentů se totiž pohybují na velmi podobných úrovních a konečná cena pak závisí, jak již bylo podrobněji uvedeno v analýze 7S, na faktorech jako je například obrat a platební morálka. Šířka a hloubka sortimentu je hodnocena pozitivně číslem 5, společnost nabízí téměř vše co se na trhu s pracovními pomůckami a oděvy pohybuje a to od běžných výrobků až po profesionální. Protože společnost sídlí uprostřed jejich nejvýznamnějšího trhu Moravy, a to v Přerově, avšak jeho dopravní situace není zrovna nejprívětivější, je tento faktor ohodnocen

průměrem číslo 3. Kvalita zboží je hodnocena pozitivně číslem 5. všechny produkty mají potřebné normy a dokumentaci. Společnost si také vybírá ty nejvhodnější dodavatele. Reklamace se také vyskytují, ale v přiměřené míře. Internetový prodej je hodnocen průměrem. Produkty jsou vystaveny na internetovém e-shopu a společnost v současnosti pracuje na jeho vylepšení. Kvalita prodejců je hodnocena pozitivně, jsou důkladně vybíráni a všichni se účastní pravidelných školení. Co se týče intenzitou reklamy tak ve srovnání s konkurencí se pohybuje na průměrné úrovni. Za svou existenci si již firma vybudovala dobrou image a také poskytují různá sponzorství. Faktor majetku a investic získal hodnocení číslo 3, společnost pravidelně investuje do vozového parku a obměňuje vybavení kanceláří a provozních prostor, skladovací prostory se však stávají méně dostačujícími. Kvalita vedení a personálu byla hodnocena již v předešlé analýze a je odhodnocena číslem 5. Z předešlé analýzy vyšlo najevo, že výkonný personál a vedení společnosti jsou její silnou stránkou. Finanční situace byla ohodnocena průměrem, dle závěrů z analýzy podniku a konkurentů. V některých ukazatelích se společnosti ARDON SAFETY s.r.o. daří lépe, což jsou například ukazatele rentabilit, a v jiných naopak o něco méně než konkurenci.

Stanovené kritéria a váhy umožnila dosáhnout maximálního hodnocení 144 bodů, společnost dosahuje 89 bodů, což je 62 % a je tedy mírně nad průměrem.

Nyní přejdeme k souhrnnému hodnocení perspektivnosti podniku, kdy předešlé poznatky dosadíme do tzv. bostonské matice. V matici vidíme, že podnik má přijatelnou až dobrou perspektivu.

**Schéma 3 : Matice konkurenční síly podniku (vlastní zpracování dle 9)**

Konkurenční síla	Velká	3 Podniky, které by měli změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měli změnit zaměření svého podnikání	<b>ARDON SAFETY s.r.o.</b> 5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky, téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Aktivita trhu				

### 2.1.6 Prognóza tržeb podniku

Po těchto operacích můžeme přejít k samotné prognóze tržeb podniku ARDON SAFETY s.r.o. Z prognózy růstu celkového trhu a tržního podílu je odvozeno tempo růstu tržeb. Rovnice výpočtu vypadá následovně.

$$\text{index růstu trhu} * \text{index růstu tržního podílu} - 1$$

**Tab. 25 :Odvození tržního podílu ARDON SAFETY s.r.o. (vlastní zpracování dle 19, 26)**

	Minulost							Prognóza				
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Podíl v %	0,04	0,04	0,05	0,06	0,08	0,10	0,13	0,14	0,15	0,17	0,18	0,18

Na základě podílů pak sestavíme prognózu tržeb.

**Tab. 26: Prognóza tržeb ARDON SAFETY s.r.o. (vlastní zpracování dle 19, 26 )**

	Rok	Tržby odvětví CZ- NACE 46 (v mil. Kč)	Meziroční růst tržeb (v %)	Tržní podíl společnosti (v %)	Tržby ARDON SAFETY s.r.o (v tis. Kč)	Meziroční růst tržeb (v %)
Minulost	2010	754 884		0,04	278 879	
	2011	795 483	5,38	0,04	339 630	21,78
	2012	806 824	1,43	0,05	427 140	25,77
	2013	801 641	-0,64	0,06	508 620	19,08
	2014	823 568	2,74	0,08	679 483	33,59
	2015	840 007	2,00	0,1	881 901	29,79
	2016	806 768	-3,96	0,13	1 020 212	15,68
Prognóza	2017	824 776	2,23	0,14	1 147 283	12,46
	2018	801 522	-2,82	0,15	1 226 429	6,9
	2019	792 404	-1,14	0,17	1 333 727	8,75
	2020	792 404	0,00	0,18	1 400 413	5,00
	2021	790 141	-0,29	0,18	1 438 306	2,71
Průměrný růst za minulost			1,16	24,28		
Průměrný růst za prognózu			-0,40	7,16		

Průměrný růst tržeb společnosti ARDON SAFETY s.r.o. za prognózu je 7,16 %. Jelikož je činnost podniku navázána na stav ekonomiky státu, je tato prognóza reálná.

V minulosti byly meziroční růsty tržeb způsobeny rychlým rozvojem společnosti, do budoucna se již takové přírůstky nepředpokládají.

## 2.2 Finanční analýza

Finanční analýza prověřuje finanční zdraví podniku a použije se jako základ pro tvorbu finančního plánu. Jakmile budou porovnány hodnoty oborových průměrů a doporučených hodnot s výsledky finanční analýzy, je možno vyvozovat a potvrzovat souhrnné závěry ze strategické analýzy (1 s. 96).

Podkladem pro zpracování analýzy slouží účetní výkazy společnosti ARDON SAFETY s.r.o., které jsou veřejně dostupné.

### 2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů tvoří základ finanční analýzy. Vertikální analýza znázorňuje vývoj majetkové a finanční struktury společnosti, jde o procentuální analýzu položek. Horizontální analýza porovnává ukazatele v čase a jedná se o meziroční vývoj jednotlivých položek. Vybrány jsou jen určité položky rozvahy. Kompletní tabulky horizontální a vertikální analýzy rozvahy i výkazu zisku a ztráty jsou v uvedeny přílohách 3 a 4.

#### Horizontální analýza rozvahy

Rozvaha podniku udává přehled majetku a závazků. Strukturu aktiv v čase zobrazuje následující tabulka.

**Tab. 27: Horizontální analýza rozvahy – aktiva (vlastní zpracování dle 19)**

<b>Rozvaha – aktiva, změna v %</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
<b>Aktiva celkem</b>	11,59	64,06	27,79	8,20
<b>Dlouhodobý majetek</b>	-14,09	41,18	16,11	-12,62
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	1 359,15	-29,73	-46,29
Ocenitelná práva	0,00	1 380,36	-31,48	-48,24
Software	0,00	-100,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	-14,71	30,53	19,98	-11,11
Stavby	-83,83	11,95	87,01	-2,37
Hmotné mov. věci a jejich soubory	53,41	28,75	15,19	-11,55

Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	-4,24	-3,54
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>12,86</b>	<b>64,79</b>	<b>28,12</b>	<b>8,77</b>
Zásoby	13,64	99,89	22,52	3,97
Krátkodobé pohledávky	34,58	24,52	19,89	13,87
Peněžní prostředky	-43,91	-64,94	529,48	41,18
<b>Časové rozlišení</b>	<b>-14,86</b>	<b>158,05</b>	<b>50,59</b>	<b>18,22</b>

Z tabulky lze vidět, že největší nárůst aktiv byl mezi roky 2013-2014 a to téměř o 65 %. Při vyjádření v absolutní hodnotě byl tento nárůst ve výši 182 070 tis. Kč. Od těchto let se nárůst aktiv zpomaloval a mezi roky 2015 -2016 dosáhl minimální výše, pouze 8,2 %. V absolutní hodnotě tato změna činila pouze 48 887 tis. Kč. Avšak ve všech letech aktiva rostla. Změny těchto pohybů vysvětlují jednotlivé položky aktiv.

Celkový dlouhodobý majetek měl kolísavý vývoj. Společnost v jej v průběhu let nakupovala i prodávala. Nejvíce to lze vidět mezi roky 2012- 2013, kdy došlo k odprodeji části majetku a podnik za něj utržil 3 529 tis. Kč. V roce 2014 byl zase zaznamenán nárůst o 41 %. Výrazný pokles je také mezi posledními sledovanými lety, kdy odprodej nebyl tak velký, avšak společnost již neprovedla tak velké investice. Na poklesu hodnoty aktiv se podílí také každoroční odepisování.

K nejvýraznější změně došlo u položky ocenitelných práv, jejichž hodnota vzrostla o 1380 % oproti předcházejícímu roku 2013. Stoprocentní pokles byl v roce 2014 u položky softwaru, které se tímto staly kompletně odepsané, a k dalšímu nárůstu již nedošlo.

Položka staveb vykazuje pokles o 83,83 %, který byl způsoben odprodejem v roce 2013 ve výši 3 259 tis. Kč. Další přírůstky v následujících letech jsou dány technickým zhodnocením šicí dílny a skladovacích prostor ve výši 128 tis. Kč v roce 2014 a dále technickým zhodnocením kanceláří a skladu ve výši 900 tis. Kč v roce 2015. V roce 2016 již nedocházelo k dalšímu TZH, a proto hodnota staveb poklesla o výši odpisů.

Investice do samostatných hmotných movitých věcí představují především nákupy kancelářského vybavení, elektroniky a pravidelnou obnovu vozového parku. Společnost nejvíce nakupovala v roce 2014, kdy hodnota samostatných hmotných movitých věcí vzrostla o 53 % a bylo to způsobeno právě pořízením vozidel. V dalších letech již nedocházelo k tak razantním nákupům a v posledním roce hodnota poklesla o 11,55 %.

Dlouhodobý finanční majetek je tvořen podílem ve společnosti ARDON 4SAFETY POLAND SP z.o.o., pořízeným za 118 tis. Kč, jehož hodnota v letech klesá vlivem přecenění.

Jak je patrné z vertikální rozvahy níže, hlavní položku aktiv tvoří oběžná aktiva. Největší růst oběžných aktiv podnik zaznamenal mezi roky 2013 -2014, kdy se zvýšily zásoby o téměř 100 %. Zásoby jsou tvořeny především zbožím. V menší míře materiálem a výrobky. Nejnižšího přírůstku ve výši 16 000 tis. Kč společnost dosáhla v roce 2016. Hodnota pohledávek mezi roky 2012-2016 roste. Nejvyššího nárůstu bylo zaznamenáno mezi léty 2012-2013 o 34 %, poté se nárůst zpomaluje. Stav finančních prostředků byl nejnižší v roce 2014, kdy poklesly o 10 337 tis. Kč. Právě v tomto roce se společnost potýkala s velmi nízkou likviditou.

**Tab. 28: Vertikální analýza rozvahy – aktiva (vlastní zpracování dle 19)**

<b>Rozvaha – aktiva v %</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Aktiva celkem</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>Dlouhodobý majetek</b>	4,55	3,51	3,02	2,74	2,21
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,02	0,22	0,12	0,06
Ocenitelná práva	0,00	0,02	0,18	0,10	0,05
Software	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	4,55	3,48	2,77	2,60	2,14
Stavby	2,15	0,31	0,21	0,31	0,28
Hmotné mov. věci a soubory	2,30	3,16	2,48	2,23	1,83
Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	0,03	0,02	0,02
<b>Oběžná aktiva</b>	95,31	96,39	96,82	97,06	97,57
Zásoby	57,10	58,14	70,84	67,92	65,26
Krátkodobé pohledávky	27,07	32,65	24,78	23,25	24,46
Peněžní prostředky	11,14	5,60	1,20	5,90	7,69
<b>Časové rozlišení</b>	0,14	0,10	0,16	0,19	0,21

Z vertikální analýzy rozvahy lze vidět, že největší položku aktiv tvoří oběžná aktiva, a to ve všech sledovaných letech více než 95 %. Vzhledem k předmětu podnikání je tato struktura odpovídající.

Dlouhodobý majetek tvoří v průměru přibližně 3 % z celkových aktiv a je tvořen převážně hmotným majetkem. Největší podíl hmotného majetku na aktivech byl v roce 2012 a to 4,55 %. V dalších letech je zaznamenán klesající trend až na hodnotu 2,14 %



z aktiv v roce 2016. Jak již bylo zmíněno, položka hmotných movitých věcí zahrnuje převážně automobily, kancelářské vybavení, elektroniku, vybavení skladu a šicí dílny.

Maximálního poměru oproti dlouhodobým aktivům dosáhla oběžná aktiva v roce 2016, a to 97,57 %. Lze vidět, že se změnil poměr zásob a krátkodobých pohledávek v letech 2015 a 2016, kdy v roce 2016 převažovaly pohledávky nad zásobami, což značí získání zakázek a s tím spojený právě nárůst pohledávek. Také je zaznamenán větší poměr peněžních prostředků k aktivům, což také napomohlo zvýšení oběžných aktiv. Dle poměru fixních a oběžných aktiv se tedy jedná o kapitálově lehkou společnost.

**Tab. 29: Horizontální analýza rozvahy – pasiva (vlastní zpracování dle 19)**

<b>Rozvaha – pasiva, změna v %</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
<b>Pasiva celkem</b>	11,59	64,06	27,79	8,20
<b>Vlastní kapitál</b>	26,75	21,59	29,56	38,88
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
VH minulých let (+/-)	8,21	31,62	38,31	29,59
Nerozdělený zisk minulých let	8,21	31,62	38,31	29,59
VH běžného úč.období (+/-)	93,70	1,47	6,82	70,41
<b>Cizí zdroje</b>	3,18	93,37	27,02	-5,38
Rezervy	-100,00	0,00	0,00	0,00
Závazky k úvěr. institucím dlouhodobé	-100,00	0,00	0,00	0,00
Závazky k úvěr. institucím krátkodobé	-1,84	132,57	37,38	-11,30
Závazky z obchodních vztahů	101,12	-2,52	-27,12	12,72

Dle horizontální analýzy pasivní strany rozvahy lze vidět, že společnost za sledované období 2012 -2016 nenavýšovala ani nesnižovala hodnotu základního kapitálu a udržovala jej ve stálé výši 100 tis. Kč. Výsledek hospodaření se vyvíjel pozitivně a ve všech letech společnost tvořila zisk. Nejvyšší nárůst byl zaznamenán v roce 2013, kdy zisk vzrostl o téměř 94 % oproti předcházejícímu roku. V absolutním vyjádření navýšení činilo 18 623 tis. Kč. Významného navýšení oproti roku 2015 o 29 378 tis. Kč dosáhla společnost v roce 2016, procentuální nárůst dosáhl 70,41 %.

Z narůstajícího zisku společnost vyplácela dividendy, kdy ze zisku roku 2012 a 2013 bylo vyplaceno na dividendách 14 000 tis. Kč. V dalších letech již byla výplata dividend nulová.

V roce 2013 došlo oproti roku 2012 ke 100% poklesu rezerv, kdy byla čerpána rezerva ve výši 1 000 tis. Kč. Další rezerva byla vytvořena až v roce 2016 a to ve výši 3 694 tis. Kč na reklamace a nevybranou dovolenou.

Došlo také k poklesu dlouhodobým závazkům k úvěrovým institucím, z důvodu předčasného splacení dlouhodobého bankovního úvěru na nemovitost ve výši 5 026 tis. Kč.

Hodnota krátkodobých bankovních úvěrů je kolísavá. Maximálního přírůstku 101,12 % je v letech 2012-2013. Společnost zapůjčené peníze používá na nákupy zboží a samostatných movitých věcí, jak lze vidět z horizontální analýzy aktiv, kdy došlo také k největšímu navýšení těchto položek. V letech 2014-2015 je vykazováno další navýšení úvěrů, i když ne tak razantní. V posledních sledovaných letech 2015-2016 jejich výše klesla o 11,2 % a společnost tedy více splatila, než si zapůjčila.

Kolísavý je také vývoj krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Největší přírůstek byl v letech 2012/2013 a to o 101,2 %. V absolutní hodnotě tento rozdíl činil 7 592 tis. Kč. V dalších letech závazky klesaly, až na poslední rok. Pokud by docházelo k neustálému narůstání závazků, mohlo by to vést ke zhoršení platební schopnosti podniku.

**Tab. 30: Vertikální analýza rozvahy - pasiva (vlastní zpracování dle 19)**

<b>Rozvaha – pasiva v %</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Pasiva celkem</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>Vlastní kapitál</b>	35,96	40,84	30,27	30,69	39,39
Základní kapitál	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02
VH minulých let (+/-)	28,11	27,26	21,87	23,67	28,34
Nerozdělený zisk minulých let	28,11	27,26	21,87	23,67	28,34
VH běžného úč.období (+/-)	7,80	13,54	8,38	7,00	11,03
<b>Cizí zdroje</b>	63,98	59,16	69,73	69,31	60,61
Rezervy	0,39	0,00	0,00	0,00	0,57
Záv. k úvěr. institucím dlouhodobé	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00
Záv. k úvěr. institucím krátkodobé	44,16	38,84	55,06	59,19	48,53
Závazky z obchodních vztahů	2,95	5,31	3,16	1,80	1,88

Z tabulky lze vidět, že společnost je financována především z cizích zdrojů. Největší zadluženosti společnost dosáhla v letech 2014 a 2015, kdy cizí zdroje tvořily téměř 70 % z celkových pasiv. Nejnižšího poměru vlastního ku cizímu kapitálu společnost dosáhla v roce 2013 a to 30,27 %, což bylo způsobeno nižším výsledkem hospodaření a přijetím úvěrů. Základní kapitál v posledních letech tvoří standardně nízkou položku vlastního kapitálu 0,02%.

Obecně lze říci, že společnost svou činnost financuje z cizích zdrojů, než aby upřednostnila finanční stabilitu před rizikem. Jedná se spíše o agresivnější formu financování a neprojeví se to příznivě na hodnotách likvidity.

**Tab. 31: Horizontální analýza výsledovky (vlastní zpracování dle 19)**

<b>VZZ změna v %</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Tržby za výrobky a služby	-7,74	-8,49	12,75	-8,43
Tržby za prodej zboží	19,08	33,59	29,79	15,68
Výkonová spotřeba	16,95	35,76	30,87	11,47
Osobní náklady	7,78	11,02	22,45	18,18
Odpisy DM	27,58	45,17	30,43	12,41
Tržby z prodaného DM	2 227,86	-94,88	141,32	-77,92
Daně a poplatky	112,00	-27,55	20,31	-52,81
<b>Provozní VH</b>	<b>43,34</b>	<b>9,00</b>	<b>11,71</b>	<b>61,17</b>
<b>Finanční VH</b>	<b>-106,65</b>	<b>-599,43</b>	<b>90,65</b>	<b>0,44</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	80,98	5,59	9,96	53,44
<b>VH po zdanění</b>	<b>93,70</b>	<b>1,47</b>	<b>6,82</b>	<b>70,41</b>
<b>VH za účetní období (+,-)</b>	<b>93,70</b>	<b>1,47</b>	<b>6,82</b>	<b>70,41</b>

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty lze vyčíst, jak se měnily položky ovlivňující výsledek hospodaření v čase. Můžeme vidět, že prodej výrobků a služeb je spíše doplňkovou činností a také, že tržby z nich spíše klesají. Nárůst byl největší mezi roky 2014-2015 a to o 12,75 %. Pozitivní je, že každoročně rostou tržby za zboží, díky čemuž je také tvořen kladný výsledek hospodaření, nerostou však stejným tempem. Výkonová spotřeba je tvořena z nákladů na prodané zboží, spotřebou materiálu a energií a spotřebou služeb. Její nárůst přibližně odpovídal nárůstu tržeb. Osobní náklady vykazují rostoucí trend. Nejnižší nárůst 7,78 % byl mezi roky 2012-2013. Společnost v té době

zaměstnávala 84 zaměstnanců. V dalších letech nárůst činil 11,02 % a 22,45 %. V této době byl také vyšší počet zaměstnanců.

Vidět lze také vysoký nárůst tržeb z prodaného dlouhodobého majetku mezi roky 2012-2013, který, jak již bylo zmíněno v předešlé analýze, byl způsoben odprodejem stavby ve výši 3 259 tis. Kč. To byl také mimo jiné jedním z faktorů působící na vysoký nárůst výsledku hospodaření v daném roce 2013 o 93,7 % a na výši daně z příjmů. Konkrétněji bude popsáno v následující vertikální analýze.

**Tab. 32: Vertikální analýza výsledovky (vlastní zpracování dle 19)**

<b>VZZ v %</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tržby za výrobky a služby	4,68	3,63	2,55	2,21	1,77
Tržby za prodej zboží	93,66	93,70	96,04	96,05	97,29
Výkonová spotřeba	83,36	81,91	85,31	86,03	83,97
Osobní náklady	7,24	6,55	5,58	5,27	5,45
Odpisy DM	0,38	0,41	0,46	0,46	0,45
Tržby z prodaného DM	0,03	0,60	0,02	0,04	0,01
Daně a poplatky	0,03	0,05	0,03	0,03	0,01
<b>Provozní VH</b>	<b>7,19</b>	<b>8,66</b>	<b>7,24</b>	<b>6,23</b>	<b>8,79</b>
<b>Finanční VH</b>	<b>-1,74</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,48</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,09	1,66	1,35	1,14	1,53
<b>VH po zdanění</b>	<b>4,36</b>	<b>7,09</b>	<b>5,52</b>	<b>4,54</b>	<b>6,78</b>
<b>VH za účetní období (+,-)</b>	<b>4,36</b>	<b>7,09</b>	<b>5,52</b>	<b>4,54</b>	<b>6,78</b>

Položkou tvořící největší výnosy je položka tržby za prodej zboží, jejíž podíl k čistému obratu v letech roste na úkor tržeb za vlastní výrobky. Nejvyšší hodnoty tržeb dosáhly tržby za zboží v roce 2016 a to 97,29 %. Nejnižší naopak v roce 2012 93,66 %, kdy společnost zaznamenala také nejnižší výsledek hospodaření ze sledovaných let. Výkonová spotřeba stejně jako ostatní položky, nezaznamenává příliš výrazné změny na podílech z celkových tržeb v letech. Její hodnoty se pohybují v rozmezí 83 % – 86 %. Společnost vydává největší náklady za náklady na prodané zboží, což je očekávané vzhledem k činnosti podniku. Menší vliv na tržby mají pak náklady na spotřebu materiálu a energií pohybující se okolo 3 % a náklady na služby v průměrné výši 4 %.

Další nejvýznamnější nákladovou položkou jsou osobní náklady zahrnující jak mzdové náklady, tak náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Maximální hodnoty

z tržeb dosahovaly v roce 2012 a to 7,24 %, nejnižší pak 5,27 % v roce 2015. I přes to, že počet zaměstnanců narůstal, poměr osobních nákladů k celkovým tržbám se spíše snižoval.

Lze vidět, že finanční výsledek hospodaření dosahoval téměř vždy záporných hodnot. Nejvíce v mínusu byl v roce 2012, kdy jeho podíl z tržeb dosáhl – 1,74 %. Nejlepší hodnoty pak nabýval v roce 2013 a to 0,10 %. Vliv na něj měly nákladové úroky z přijatých úvěrů a ostatní finanční náklady.

### 2.2.2 Rozdílové ukazatele

V praxi často užívané rozdílové ukazatele jsou ukazatele čistého pracovního kapitálu a čistého pracovního kapitálu na aktiva.

#### Čistý pracovní kapitál

ČPK ve všech sledovaných letech tvoří kladné hodnoty. Je tedy zřejmé, že krátkodobý majetek převyšuje krátkodobé závazky a firma má k dispozici takzvaně finanční polštář, který v letech stále roste, přičemž nejvyšší částky dosáhl v roce 2016, a to 242 123 tis. Kč. Pracovní kapitál na aktiva se pohybuje kolem 30% a ukazuje, jak velkou část aktiv pracovní kapitál zabírá. Pokud je čistý pracovní kapitál na aktiva větší než 30 %, můžeme říct, že podnik volí konzervativnější strategii financování.

Tab. 33: Čistý pracovní kapitál (vlastní zpracování dle 19)

Ukazatel v tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Čistý pracovní kapitál	81 354	106 008	126 527	165 629	242 123
Čistý pracovní kapitál na aktiva	32 %	37%	27%	28%	38%

### 2.2.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele ukazují podíly jednotlivých složek účetních výkazů. V následující části budou použity ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti. Pro lepší přehlednost budou srovnány s hodnotami odvětví NACE 46.2, které byly převzaty a dopočteny z databáze AMADEUS.

#### Ukazatele likvidity

Jako první poměrové ukazatele budeme hodnotit ukazatele likvidity. V následující tabulce lze vidět hodnoty likvidity ve sledovaných letech 2012 -2016. Tyto ukazatele měří schopnost firmy dostát svým závazkům. Téměř v žádném roce likvidita nepřekročila oborové průměry.

Tab. 34: Ukazatele likvidity (vlastní zpracování 19, 26)

	Ukazatele likvidity	2012	2013	2014	2015	2016
1	Běžná likvidita	1,50	1,63	1,39	1,40	1,63
2	Pohotová likvidita	0,60	0,65	0,37	0,42	0,54
3	Okamžitá likvidita	0,18	0,09	0,02	0,09	0,13
	<b>Oborové hodnoty CZ NACE 46.42</b>					
1	Běžná likvidita	1,65	1,60	1,67	1,77	1,76
2	Pohotová likvidita	0,91	0,97	1,06	1,02	1,06
3	Okamžitá likvidita	0,09	0,11	0,09	0,17	0,23

Běžná likvidita podniku dosahovala nejnižší hodnoty v roce 2013 a to 1,39 oproti tomu byla likvidita oboru 1,67, což bylo důsledkem nárůstu krátkodobých závazků. Podobně se vyvíjel i rok 2015, kdy byla běžná likvidita podniku 1,4, zatímco likvidita odvětví dosáhla hodnoty 1,77. Doporučené běžné hodnoty likvidity se pohybují v rozmezí 1,5 - 2,5. Lze konstatovat že, jak oborové průměry, tak i likvidita oceňovaného podniku se pohybují na dolní hranici doporučovaných hodnot.

Pohotová likvidita nezahrnuje do svého výpočtu zásoby podniku. Její doporučené hodnoty jsou od 0,7 – 1,2. Průměrná pohotová likvidita v oboru se pohybuje okolo hodnoty 1, zatímco likvidita podniku dosahuje hodnoty nanejvýš 0,65 v roce 2013. Nejnižší hodnotu firma zaznamenala v roce 2014, kdy byla její výše 0,37. Důvodem bylo

přijetí krátkodobého bankovního úvěru, který vzrostl o více než 100 %. Tyto úvěry pak hrají roli v hodnotách likvidit i v dalších letech.

Okamžitá likvidita do výpočtu z hlediska jejího čitatele zahrnuje jen krátkodobý finanční majetek. Doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí 0,2-0,5. Při srovnání s hodnotami v odvětví vidíme, že podnik se téměř ve všech letech ocitl pod jejich úrovní. Nejnížší hodnota byla dosažena v roce 2014, stejně jako u předchozích druhů likvidit a to pouze 0,02. V tomto roce byla likvidita odvětví 0,09.

Nízké hodnoty ukazatelů likvidity mohou negativně působit na věřitele. Na druhou stranu však podnik nemá nadměrnou výši oběžných aktiv a využívá je více efektivně, což příznivě působí na jejich výnosnost.

#### 2.2.4 Ukazatele zadluženosti

Jak moc je podnik financován cizími zdroji ukazují ukazatele zadluženosti. Dá se říci, že cizí zdroje bývají levnější než vlastní zdroje financování, avšak záleží na výši poměru vlastního a cizího kapitálu. S rostoucími cizími zdroji roste riziko pro věřitele.

**Tab. 35: Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování 19, 26)**

Ukazatele zadluženosti		2012	2013	2014	2015	2016
1	Celková zadluženost	63,59%	59,16%	69,73%	69,31%	60,04%
2	Úrokové krytí	10,57	19,66	13,87	9,51	15,88
3	Koeficient samofinancování	35,96%	40,84%	30,27%	30,69%	39,39%
<b>Oborové hodnoty CZ NACE 46.42</b>						
1	Celková zadluženost	69,51%	66,81%	69,55%	64,22%	52,07%
2	Úrokové krytí	4,291	7,01	5,84	11,65	23,77
3	Koeficient samofinancování	30,61%	33,19%	30,39%	35,84%	47,87%

Pro srovnatelnost s oborovým průměrem, byl výpočet celkové zadluženosti podniku upraven dle formátu Global Standards databáze Amadeus. Celková zadluženost je tedy počítána jako (Cizí zdroje- Rezervy)/ Aktiva. Ukazatel udává, jak moc je majetek financován cizími zdroji. Nejnížší hodnoty zadluženosti podnik dosáhl v roce 2016, kdy se zadluženost pohybovala pod 60 %. Ve všech ostatních letech byl podnik zadlužen z více než 60 %. Nejvíce pak v roce 2014. V tomto roce dosáhlo nejvyššího zadlužení i

odvětví 69,55 %. Lze vidět, že jak podnik, tak obor upřednostňuje financování cizími zdroji.

Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát převyšuje zisk zaplacené úroky. Tedy čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím je situace společnosti lepší. Očekávaně nejlepšího výsledku bylo dosaženo v roce 2013, kdy úroky z úvěru byly kryty výsledkem hospodaření 19,66x způsobeno to bylo nízkou hodnotou zadlužení. V roce 2015 byly úroky takto kryty jen 9,51x. Oborové hodnoty dosahovaly téměř ve všech letech znatelně nižších hodnot. Jedině v roce 2016 činilo úrokové krytí oboru více než úrokové krytí podniku a to 23,77. Za vynikající hodnotu úrokového krytí je považovaná hodnota 6. Společnost tuto hodnotu přesahovala ve všech letech.

Koeficient samofinancování nebo-li Equity Ratio ukazuje, jak je podnik kryt vlastními zdroji financování. Ukazatel se ve sledovaných letech pohybuje v rozmezí od 30 do 40 %. Nejnižších hodnot nabýval v letech 2014 a 2015, a to 30,27 a 30,69 %. Způsobeno to bylo navýšením krátkodobých bankovních úvěrů na investice do majetku. Oborové hodnoty také vykazují kolísavý trend. Pozitivní je, že koeficient samofinancování podniku se od roku 2015 zvyšuje.

### 2.2.5 Ukazatele rentability

V následující tabulce jsou porovnávány jednotlivé rentability. Ukazují, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele.

Tab. 36: Ukazatele rentability (vlastní zpracování 19, 26)

Ukazatele rentability (výnosnosti)		2012	2013	2014	2015	2016
1	ROA - Rentabilita celkových aktiv	10,78%	17,61%	11,23%	9,79%	14,43%
2	ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	21,70%	33,17%	27,68%	22,82%	28,00%
3	ROS - Rentabilita tržeb	6,12%	9,47%	7,51%	6,46%	8,95%
<b>Oborové hodnoty průměry CZ</b>						
1	ROA - Rentabilita celkových aktiv	2,41%	4,41%	3,10%	7,49%	9,79%
2	ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	5,87%	8,52%	10,05%	5,81%	14,36%
3	ROS - Rentabilita tržeb	1,60%	2,35%	2,02%	3,12%	4,44%



Rentabilita aktiv ukazuje výnosnost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou aktiva financována. Můžeme vidět, že ve všech letech ukazatel překonal oborové průměry. Rentabilita aktiv dosáhla nejvyšších hodnot v roce 2013 a to 17,61 %. Nejnižší byla rentabilita v roce 2015, kdy se také nejvíce přiblížila oborovému průměru.

Jak je výnosný vlastní kapitál udává ukazatel rentability vlastního kapitálu ROE. Použitelný je především pro vlastníky, kteří se tak dozvědí, jak je výnosný jejich vlastní kapitál s ohledem na rizika. Hodnota tohoto ukazatele dosahuje oproti oborovým hodnotám nadprůměrné výsledky. Oborové průměry se pohybují v rozmezí 5,81 -14,36 %. Nejnižšího výsledku bylo dosaženo v roce 2012 21,7%, následoval nejvyšší dosažený výsledek 33,17 %, byl to důsledek nárůstu provozního výsledku hospodaření spolu s poměrně nízkými nákladovými úroky. V dalších letech hodnoty ukazatele klesají, avšak v posledním roce je zaznamenán nárůst na 28 %. Společnost si v tomto ohledu vede dobře.

U rentability tržeb se uvádí, že by měla dosahovat alespoň 10 %. Pro firmy zabývající se obchodem jako je ARDON SAFETY s.r.o. a odvětví NACE 46.42 je však typická nižší hodnota tohoto ukazatele. Tento jev je způsoben vysokými tržbami a rychlým obratem zásob. Lze vidět, že doporučené hodnoty podnik nedosáhl. Rentabilita tržeb se pohybovala v rozmezí 6,12 -9,47 %. Oborové hodnoty jsou znatelně nižší než hodnoty podniku, kdy nejnižší rentabilita tržeb odvětví byla zaznamenána v roce 2012, a to 1,6 %. V letech se hodnota oborových pak ROS navyšovala až na hodnotu 4,44 %.

### **2.2.6 Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity značí, jak podnik hospodaří se složkami aktiv. Existují dva typy ukazatelů. Jedním z nich je obrat aktiv znázorňující počet obrátů položky v daném roce. Druhým je doba obratu. Snahou je optimalizovat dobu obratu a navýšit počet obrátů tak, aby tyto prostředky nebyly v podniku dlouho zadržovány.

**Tab. 37: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování dle 19, 26)**

Ukazatele aktivity (doby obrátu)		2012	2013	2014	2015	2016
1	Obrat aktiv	1,76	1,86	1,50	1,51	1,61
2	Doba obrátu aktiv	204	194	241	238	223
3	Doba obrátu zásob	117	113	170	161	146
4	Doba inkasa pohledávek	55	63	59	55	54
5	Doba splatnosti závazků	6	10	8	4	4
<b>Oborové hodnoty průměry CZ NACE 46.42</b>						
1	Obrat aktiv	2	1,88	1,54	2	2
2	Doba obrátu aktiv	240	192	234	150	163
3	Doba obrátu zásob	72	56	74	61	72
4	Doba inkasa pohledávek	110	84	99	45	47
5	Doba splatnosti závazků	75	53	61	29	31

Ukazatel vypovídá, kolikrát za rok se v podniku obrátí aktiva. Ukazatel obrátu aktiv se pohybuje ve všech letech pod oborovými průměry. Nejvyšší obrátky bylo dosaženo v roce 2013, kdy se aktiva v podniku obrátila 1,86x. Nejnižší pak v roce 2014, kdy bylo dosaženo hodnoty 1,5. Nejnižšího výsledku v témže roce dosáhl i oborový průměr a to hodnoty 1, 54. Ukazatel doby obrátu aktiv říká, kolik dní trvá jedna obrátka. Čím nižší obrátkovost aktiv, tím delší je doba jejich obrátu. Doba obrátu aktiv společnosti je ve všech letech delší než doby obrátu u oborových průměrů. Příznivé je, že od roku 2014 se obrátkovost aktiv zvyšuje až na 1,61 a snižuje se tím doba obrátu aktiv.

Ukazatel doby obrátu zásob značí, jak dlouho jsou vázány v podniku. Doba obrátu se pohybovala v rozmezí 113- 170 dní, kdy od roku 2014 doba obrátu klesala. Tento pokles může být důsledkem snahy podniku napomáhat větší prodejnosti dříve neprodejných zásob.

Doba inkasa pohledávek ukazuje, jakou dobu trvá, než zákazníci průměrně zaplatí. Společnost měla tedy vázány své finance v pohledávkách ve sledovaných letech 113 až 170 dní, což je vždy déle, než je oborový průměr. V posledních letech se jim však daří snižovat dobu inkasa pohledávek a finanční prostředky tak může efektivně využívat.

Lze vidět, že společnost hradila své závazky nejdéle v průměru za 10 dní a to v roce 2010, kdy také byla nejdelší doba splatnosti pohledávek. Nejrychleji pak v letech 2015 a 2016 kdy platila již za 4 dny. Své závazky tedy hradí velmi rychle oproti odvětvovému

průměru, který se pohyboval od 75 do 29 dní. Společnost tedy nevyužívá takzvaný dodavatelský úvěr, protože hradí závazky dříve, než inkasuje pohledávky.

## 2.2.7 Bonitní a bankrotní modely

### Altmanovo Z-Score

Altmanův model pracuje se čtyřmi finančními ukazateli a dokáže v 95 % předpovědět bankrot firmy. Pro výpočet je použit model pro společnosti s ručením omezeným.

Tab. 38: Altmanův index (vlastní zpracování dle 19)

Altmanův index											
Ukazatel	Váha	2012		2013		2014		2015		2016	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
ČPK/A	0,72	0,32	8,19	0,37	8,38	0,27	8,09	0,28	8,30	0,38	9,48
NZ/A	0,85	0,28	8,52	0,27	7,24	0,22	7,71	0,24	8,35	0,28	8,46
EBIT/A	3,11	0,11	11,98	0,18	17,15	0,11	14,51	0,10	12,67	0,14	15,79
VK/CZ	0,42	0,56	8,44	0,69	9,09	0,43	7,58	0,44	7,75	0,65	9,62
T/A	1,00	1,76	62,87	1,86	58,14	1,50	62,11	1,51	62,94	1,61	56,65
<b>Z-score</b>		<b>2,80</b>	100,00	<b>3,19</b>	100,00	<b>2,40</b>	100,00	<b>2,40</b>	100,00	<b>2,84</b>	100,00
<b>Ohrožen?</b>		<b>ŠZ</b>		<b>NE</b>		<b>ŠZ</b>		<b>ŠZ</b>		<b>ŠZ</b>	

Pokud se hodnoty pohybují v intervalu  $Z > 2,9$ , je podnik v dobré situaci a nehrozí mu bankrot. Od 1,23 do 2,9 je takzvaná šedá zóna, kdy nejsou výsledky vyhraněny. U podniku, které jsou pod hodnotou 1,23 je dost pravděpodobný bankrot. Společnost se až na rok 2013 pohybuje v šedé zóně, kdy Z-score dosáhlo hodnoty 3,19, kdy největší podíl na tomto výsledku měl ukazatel obratu aktiv. Obrat aktiv měl silný vliv i v ostatních letech. Významný byl také ukazatel ROA, jehož hodnoty se pozitivně promítly také do Altmannova Z – score.

### Index IN 05

Index IN 05 je spojením bonitních a bankrotních modelů a hodnotí, zda podnik tvoří hodnotu pro vlastníky. Tento ukazatel je vytvořen pro české podmínky a jeho sestavení je podobné jako u Altmannova Z-score. Je-li výsledný index vyšší než 1,77, podnik

vytváří hodnotu. Výsledek od 0,9 do 1,6 udávají šedou zónu, kdy není možné přesně stanovit budoucí situaci podniku. Hodnoty menší než 0,9 značí, že podnik spěje k bankrotu.

**Tab. 39: Index IN05 (vlastní zpracování dle 19)**

IN05											
Ukazatel	Váha	2012		2013		2014		2015		2016	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
CZ/A	0,1	0,6	5,69	0,59	3,60	0,70	5,87	0,6	6,83	0,61	4,31
EBIT/NÚ	0,0	9,0	25,73	9,0	21,02	9,0	26,66	9,0	27,73	9,0	19,91
EBIT/A	3,9	0,1	29,27	0,18	32,69	0,11	28,85	0,1	29,47	0,14	31,32
V/A	0,2	1,7	25,72	1,91	18,75	1,52	20,62	1,5	24,54	3,10	35,58
OA/KD	0,0	1,6	10,41	1,95	8,19	1,50	8,76	1,5	10,32	1,63	8,00
<b>IN05</b>		<b>1,4</b>	100,0	<b>1,71</b>	100,0	<b>1,35</b>	100,0	<b>1,3</b>	100,0	<b>1,81</b>	100,0
<b>Ohrožen</b>		<b>ŠZ</b>		<b>NE</b>		<b>ŠZ</b>		<b>ŠZ</b>		<b>NE</b>	

Výsledky jsou o něco příznivější než u předcházejícího Altmannova Z- score.

Výsledky jsou téměř totožné s předchozím Altmanovým modelem. Nejblíže na pokraji krachu označil Index IN podnik v roce 2015, kdy dosahoval hodnoty 1,30. Faktory, které zvyšují výsledky indexu, jsou ukazatel úrokového krytí a rentabilita aktiv EBIT/A.

Po výsledku těchto modelů si dovolím říci, že společnost nebankrotuje. Pokud se hodnoty pohybují v šedé zóně, vždy se více přibližují k lepší hranici. V posledním roku hodnoty indexu stoupají. Navíc za společností stojí silná mateřská společnost, která v případě krize může pomoci.

## 2.2.8 Finanční analýza konkurenčních podniků

Pro srovnání byly vybrány dva konkurenční podniky a to podniky ČERVA GROUP a.s. a CANIS SAFETY s.r.o.

### Ukazatelé rentability

Ukazatelé, jak již bylo zmíněno, poměřují zisk s výškou zdrojů, které byly k vytvoření tohoto zisku vytvořeny.

**Tab. 40: Ukazatele rentability - konkurenční podniky (vlastní zpracování dle 19, 24, 25)**

<b>ARDON SAFETY s.r.o.</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
1	ROA - Rentabilita celk. aktiv	10,78%	17,61%	11,23%	9,79%	14,43%
2	ROE - Rentabilita vl. kapitálu	21,70%	33,17%	27,68%	22,82%	28,00%
3	ROS - Rentabilita tržeb	6,12%	9,47%	7,51%	6,46%	8,95%
<b>CANIS SAFETY s.r.o.</b>						
1	ROA - Rentabilita celk. aktiv	1,33%	10,40%	12,42%	13,88%	17,29%
2	ROE - Rentabilita vl. kapitálu	1,59%	11,00%	14,00%	13,70%	17,30%
4	ROS - Rentabilita tržeb	0,92%	6,36%	7,99%	7,95%	10,50%
<b>ČERVA GROUP a.s.</b>						
1	ROA - Rentabilita celk. aktiv	6,00%	5,10%	6,00%	4,50%	3,60%
2	ROE - Rentabilita vl. kapitálu	6,10%	7,60%	10,40%	7,00%	5,70%
4	ROS - Rentabilita tržeb	4,40%	4,00%	5,20%	4,00%	3,40%

Rentabilita aktiv v porovnání s konkurenčními podniky ukazuje, že společnosti ARDON SAFETY s.r.o. se v tomto ohledu dařilo nejlépe první dva sledované roky. V roce 2013 dosáhla také nejvyšší rentability aktiv a to 17,61 %. Od roku 2014 ji předstihla společnost CANIS SAFETY s.r.o. a to i přes to, že v roce 2012 dosahovala nejhoršího výsledku, což bylo důsledkem velmi nízkého provozního výsledku hospodaření, také nehradila téměř žádné nákladové úroky. Společnost ČERVA GROUP a.s. silně zaostávala ve všech letech.

U rentability vlastního kapitálu jednoznačně vede oceňovaná společnost ARDON SAFETY s.r.o. kdy její hodnoty dokonce několikanásobně převyšují společnost ČERVA GROUP a.s. Stejně jako u předchozího ukazatele, z důvodu nízkého provozního výsledku hospodaření rok 2012 byl pro společnost CANIS kritický. V dalších letech se jim již rentabilitu podařilo navýšit až na 17,3 %. Společnost ČERVA GROUP a.s. naopak vykazuje klesající trend a v roce 2016 dosáhla nejhoršího výsledku 5,7 %.

Ukazatele rentability tržeb společností ARDON SAFETY s.r.o. a CANIS SAFETY s.r.o. vykazují slušné hodnoty. Lze říci, že tyto podniky dosahují větší ziskové marže než společnost ČERVA GROUP a.s., která rentabilitu tržeb udržuje v letech na průměrně 4 %..

## Ukazatele likvidity

V následující tabulce je uvedeno srovnání ukazatelů likvidit konkurenčních podniků.

**Tab. 41: Ukazatele aktivity - konkurenční podniky (vlastní zpracování dle 19, 24, 25)**

	<b>ARDON SAFETY s.r.o.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
1	Běžná likvidita	1,50	1,63	1,39	1,40	1,63
2	Pohotová likvidita	0,60	0,65	0,37	0,42	0,54
3	Okamžitá likvidita	0,18	0,09	0,02	0,09	0,13
	<b>CANIS SAFETY s.r.o.</b>					
1	Běžná likvidita	2,09	3,01	2,74	3,86	5,08
2	Pohotová likvidita	0,70	1,13	0,82	1,16	1,44
3	Okamžitá likvidita	0,13	0,15	0,08	0,25	0,32
	<b>ČERVA GROUP a.s.</b>					
1	Běžná likvidita	1,51	1,64	1,57	1,52	1,24
2	Pohotová likvidita	0,62	0,73	0,89	0,58	0,52
3	Okamžitá likvidita	0,01	0,03	0,01	0,01	0,02

Běžná likvidita by se dle doporučených hodnot měla pohybovat v rozmezí 1,5-2,5. Lze vidět, že společnost CANIS SAFETY s.r.o. vykazuje hodnoty vysoce nad touto hranicí. Tento fakt je způsoben částečně odlišným konceptem firmy. Společnost CANIS SAFETY s.r.o. se mimo velkoobchodu soustřeďuje na prodej zboží ve svých vlastních prodejnách, proto musí držet zásoby ve svých provozovnách i skladech. To se projevuje na hodnotách běžné likvidity, která dosahuje v roce 2016 dokonce 5,08.

Pohotová likvidita nezahrnuje do svého výpočtu již zásoby. Společnost ARDON SAFETY a ČERVA GROUP a.s. v tomto ohledu vykazují více podobné hodnoty. Zatímco v roce 2013 vykazoval ARDON hodnotu pohotové likvidity ve výši 0,37, tedy nejnižší ze sledovaných let, naopak ČERVA GROUP a.s. v tomto roce vykazoval likviditu nejvyšší 0,89. Pohotová likvidita je tedy o něco stabilnější u společnosti ČERVA GROUP a.s. než u spol. ARDON SAFETY s.r.o.

Všechny tři společnosti mají okamžitou likviditu poměrně nízkou. U společnosti ČERVA GROUP a.s. vidíme, že hodnoty jsou dokonce 0,01. Jejich krátkodobý finanční majetek nepokrýval hodnotu krátkodobých závazků téměř vůbec. Nejlépe vypadá tento ukazatel

v případě společnosti CANIS SAFETY s.r.o., kdy se alespoň v některých letech drží doporučených hodnot, které jsou 0,2-05. Oceňovaná společnost si drží druhou příčku.

### Ukazatele zadluženosti

Nyní přejdeme ke srovnání podniků z pohledu zadluženosti. Stejně jako v předcházející kapitole budeme sledovat celkovou zadluženost, úrokové krytí a koeficient samofinancování.

**Tab. 42: Ukazatele zadluženosti - konkurenčními podniky (vlastní zpracování dle 19, 24, 25)**

<b>ARDON SAFETY s.r.o.</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
1	Celk. zadluženost Debt Equity Ratio %	63,59	59,16	69,73	69,31	60,04
2	Úrokové krytí	10,57	19,66	13,87	9,51	15,88
3	Koef. samofinancování v %	35,96	40,84	30,27	30,69	39,39
<b>CANIS SAFETY s.r.o.</b>						
1	Celk. zadluženost Debt Equity Ratio %	45,50	30,70	34,30	30,30	23,60
2	Úrokové krytí	5,8	48,00	212,5	80,90	160,7
3	Koef. samofinancování v %	54,50	69,30	65,70	69,70	76,40
<b>ČERVA GROUP a.s.</b>						
1	Celk. zadluženost Debt Equity Ratio %	49,50	46,00	49,20	49,20	52,60
2	Úrokové krytí	5,70	8,32	12,80	6,80	7,70
3	Koef. samofinancování v %	50,50	54,00	50,80	50,80	47,40

Ze sledovaných podniků je nejvíce zadlužená právě oceňovaná společnost ARDON SAFETY s.r.o. jejíž hodnoty přesahují 60 %. Z pohledu zadluženosti se na druhé příčce se drží společnost ČERVA s.r.o., která je zadlužená okolo 50 %. Nejméně je pak zadlužená společnost CANIS SAFETY s.r.o. která v posledním roce 2016 dosáhla hodnoty pouze 23,6 %.

Co se týče úrokového krytí, dosáhla nejlepšího výsledku společnost CANIS SAFETY s.r.o., jejíž zisk převyšuje zaplacené nákladové úroky dokonce i 212x. Je to způsobeno jejím nízkým zadlužením. Nejhoršího výsledku dosáhla společnost ČERVA GROUP a.s., která i přes to, že je méně zadlužená než oceňovaná společnost, zaznamenala koeficient úrokového krytí v průměru okolo 8. Příčinu můžeme hledat ve vysokých nákladech na cizí zdroje.

Nejvyššího samofinancování dosahuje společnost CANIS SAFETY s.r.o., která je, jak již bylo zmíněno, nejméně zadlužená. Její koeficient je v roce 2016 nejvyšší, a to 76,4 %. Oceňovaná společnost si drží třetí příčku.

### **2.2.9 Zhodnocení finanční analýzy**

Vynikající výsledky dosahuje společnost v oblasti rentabilit. Rentabilita vlastního kapitálu je z těchto ukazatelů jejich nejsilnější stránkou. Odvětvové rentability vlastního kapitálu převyšuje společnost v průměru o 17 p.b.. Dobré výsledky udávají také rentability aktiv a tržeb. Rentabilita tržeb v daném odvětví bývá obvykle nízká, společnosti ARDON SAFETY s.r.o. se daří držet tento ukazatel i vyšší než 8 %, což je vyšší než v oboru i v porovnání s konkurenty.

Nevětší podíl na tvorbě zisku podniku má prodej zboží, které představuje 97 % z jejich celkových tržeb. Společnost pravidelně investuje do majetku, převážně do obnovy a rozšiřování vozového parku, provádí také technická zhodnocení staveb. Efektivní využívání majetku však příliš nepotvrzoval ukazatel obratu aktiv, který byl mírně nižší, než tomu bylo u oboru. Příznivě se vyvíjeli ukazatele doby obratu, kdy doba obratu zásob vykazovala klesající trend. Společnost se snaží napomáhat prodeji méně prodejným zásob a snaží se nakupovat tak, aby nedocházelo k jejím váznutím ve skladech. Doba splatnosti závazků narůstá a doba inkasa pohledávek se zkracuje.

K financování své činnosti využívá převážně cizí zdroje a to přibližně z 60 %. Je tak o něco více zadlužená než její konkurenti. Cizí zdroje financování nepřinášejí problémy s placením úroků, protože ukazatel úrokového krytí nabývá slušných hodnot a zisk společnosti převyšuje nákladové úroky v roce 2016 dokonce téměř 16x.

Slabších výsledků se dostalo ukazatelům likvidity, které jsou nižší než oborové průměry. Když se však podíváme na výsledky konkurentů, zjišťujeme, že jejich likvidita se pohybuje v podobných rozmezích.

Na základě provedených souhrnných ukazatelů, lze konstatovat, že podnik nebyl ve sledovaných letech ohrožen bankrotem.

Dle výsledků finanční analýzy nejsou shledána vážná rizika, která by mohla ohrožovat předpoklad neomezeného trvání společnosti tzv. going concern.



## 2.3 SWOT analýza

Po výsledcích strategické a finanční analýzy je provedeno shrnutí ve formě SWOT analýzy. Tato analýza ukazuje příležitosti, kterých se podnik bude moci chopit, dále hrozby, které mohou na podnik nepříznivě zapůsobit. Tyto dva faktory působí z vnějšku. Dále je složena ze silných a slabých stránek, které naopak plynou z vnitřního prostředí podniku.

**Tab. 43: SWOT analýza společnosti ARDON SAFETY s.r.o. (vlastní zpracování)**

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>zakázková výroba</li> <li>šíře, hloubka a kvalita sortimentu</li> <li>vyjednávací síla s dodavateli</li> <li>kvalifikovaní zaměstnanci</li> <li>kvalitní management společnosti</li> <li>lepší se doby inkasa pohledávek, splatnosti závazků, doby obratu zásob</li> <li>vysoké hodnoty rentabilit</li> <li>hodnoty úrokového krytí</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>propracovanost internetových stránek</li> <li>nízké hodnoty ukazatelů likvidity</li> <li>vyšší zadluženost podniku oproti konkurenčním společnostem</li> <li>nižší koeficient samofinancování oproti konkurenčním společnostem</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>vysoký počet středoškoláků a nárůst vysokoškolsky vzdělaných</li> <li>zvyšování zaměstnanosti v oblasti průmyslu</li> <li>možnost najímání pracovníků ze zahraničí</li> <li>vyšší participace ekonomicky aktivních obyvatel</li> <li>růst reálného HDP</li> <li>snižování inflace</li> <li>posilování kurzu koruny vůči euru i americkému dolaru</li> <li>výstavba dálnice v blízkosti sídla</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>snižování populace a s tím spojené možné problémy s náborem zaměstnanců</li> <li>zvyšování minimální mzdy</li> <li>změny v legislativě a nestabilita vlády</li> <li>zvyšování úrokových sazeb</li> </ul>

## **Příležitosti**

Vysoký počet středoškoláků zahrnující jak výuční tak maturitní obory v olomouckém kraji může být příležitost pro získávání pracovníků na méně kvalifikované pozice. Nárůst vzdělanosti obyvatel může zase přispět při obsazování manažerských pozic. Příležitostí pro podnik je navyšování mezd v oblasti průmyslu, kdy se dá očekávat, že tento fakt přiláká nové zaměstnance a společnosti se tak mohou zvýšit dodávky do těchto firem, což může pozitivně působit na tržby a i přes to, že celková zaměstnanost bude dosahovat stále stejné úrovně. Stejně tak může působit příliv zaměstnanců do České republiky ze zahraničí. Pozitivní je také, že se ekonomicky aktivní stávají osoby, které dříve ekonomicky aktivní nebyly. Další příležitostí je výstavba dálnice v bezprostřední blízkosti sídla a skladu podniku.

## **Hrozby**

Hrozba může spočívat v tom, že se v České republice obecně snižuje populace. To může způsobit problémy s náborem nebo působit na tržby podniku. Dále stálé navyšování minimální mzdy může vytvářet další náklady. Zvyšování úrokových sazeb pak působí negativně na společnost z hlediska nákladů na úvěry. Ty se stávají dražšími. Nestabilita vlády může způsobovat dodatečné náklady na školení účetních a ostatních zaměstnanců v souvislosti se změnami v legislativě.

## **Silné stránky**

Silnou stránkou vlastní šicí dílna, díky které mohou šít pracovní oděvy pro náročné zákazníky a potiskovat je. Také existence vlastních každoročně nových kolekcí oděvů. Bezesporu jednou z nejsilnějších stránek společnosti jsou kvalifikovaní zaměstnanci a kvalitní vedení společnosti. Z finanční analýzy také vyplynulo, že silnou stránkou jsou vysoké rentability, větší než je oborový průměr i konkurence.

## **Slabé stránky**

V porovnání s konkurencí je mírně slabší propracovanost internetových stránek společnosti. Dle finanční analýzy se za slabou stránku považuje i nízká likvidita všech

stupňů a podnik tak může mít problém s uhrazováním svých krátkodobých závazků. V porovnání s konkurencí je podnik více zadlužen.

### 3 PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Pro prognózu generátorů hodnoty je důležité nejprve rozdělit aktiva společnosti na provozně nutná a nenutná.

#### 3.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Pro účely oceňování podniku je prvně důležité rozčlenit majetek na část, která je nutná k provozu jeho činnosti a na část, která ne, aby bylo dále možno identifikovat generátory hodnoty. Činnost společnosti je prodej ochranných pracovních oděvů a pomůcek a dle podkladů od společnosti je všechen majetek považován za provozně nutný, a to i včetně dlouhodobého finančního majetku. Ten je tvořen podílem ve společnosti v Polsku, jejíž náplň činnosti je stejná jako ARDON SAFETY s.r.o. a slouží k lepšímu obslužení polského trhu. Nejedná se tedy o uložení peněz.

Tab. 44: Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný (vlastní zpracování dle 19)

Rozdělení majetku	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	71	1 036	728	391
Dlouhodobý hmotný majetek	11 600	9 894	12 915	15 495	13 774
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	118	113	109
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>11 600</b>	<b>9 965</b>	<b>14 069</b>	<b>16 336</b>	<b>14 165</b>
Zásoby	145 425	165 258	330 340	404 745	420 800
Pohledávky	68 947	92 787	115 537	138 514	158 730
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	350	298	769	1 158	1 369
Krátkodobé závazky	48 931	57 561	68 302	60 148	74 230
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	159	0	0	0	0
Peníze (pokladna + banka)	28 380	15 918	5 581	35 131	49 598
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,58	0,28	0,08	0,58	0,67
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,08	0,20	0,20
Provozně nutné peníze	9 786	11 512	5 581	12 030	14 846
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>175 418</b>	<b>212 294</b>	<b>383 925</b>	<b>496 299</b>	<b>521 515</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>187 018</b>	<b>222 259</b>	<b>397 994</b>	<b>512 635</b>	<b>535 789</b>

Dlouhodobý majetek tedy zůstal v nezměněné podobě. Ke korekci došlo v rámci finančních prostředků, kdy se počítá pouze s výší, která je na úrovni likvidity provozně nutné. Vycházíme tedy z provozně nutné likvidity na úrovni 0,2, která je doporučena v literatuře Mařík 2011 a stejně tak likvidity 0,2, která je i zároveň průměrnou likviditou v odvětví CZ- NACE 46. Provozně nutné peníze se pak vypočtou jako krátkodobé závazky krát provozně nutná likvidita. V některých letech konkrétně v letech 2012,2013,2015 a 2016 převyšovala likvidita likviditu provozně nutnou 0,2 a tedy tu část peněz, které ji převyšovali, budeme považovat za provozně nepotřebnou. Tato hodnota provozně nepotřebných peněz ve výši 34 752 tis. Kč se pak přičte k výslednému ocenění.

Provozně nutný pracovní kapitál je vypočten jako provozně nutná oběžná aktiva plus provozně nutné peníze a odečteny jsou krátkodobé neúročené závazky. Investovaný kapitál provozně nutný je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku provozně nutného pracovního kapitálu.

### 3.1.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

Provozní výsledek hospodaření z výkazu zisku a ztráty nyní musí být upraven o výnosy a náklady, které jsou spojeny s neprovozními aktivy. Bude tedy upraven o výsledek hospodaření z prodaného dlouhodobého majetku, kdy jsou odečteny tržby z prodeje tohoto majetku a přičtena zůstatková cena prodaného majetku. Jiné položky, které se této úpravě týkají, se v podniku neobjevují.

Tab. 45: Výpočet KPHV (vlastní zpracování dle 19)

Korigovaný provozní VH	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní VH z výsledovky	32 779	46 984	51 212	57 209	92 201
Vyloučení VH z prodeje majetku	-75	1 608	-91	-197	52
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>32 704</b>	<b>48 592</b>	<b>51 121</b>	<b>57 012</b>	<b>92 253</b>

Hodnoty takto upraveného výsledku hospodaření budou vystupovat v následujících výpočtech.

### 3.1.2 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb podniku byla již provedena v kapitole 2.1.6. Prognóza tržeb představuje stěžejní položku při ocenění. Zde je pro přehlednost znovu uvedena tabulka s prognózou.

Průměrné tempo růstu tržeb je pro prognózu 6,56 %.

**Tab. 46: Prognóza tržeb společnosti ARDON SAFETY s.r.o. (vlastní zpracování dle 19)**

Tržby podniku - minulost	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(tis. Kč)	278 879	339 630	427 140	508 620	679 483	881 901	1 020 212
index		1,2178	1,2577	1,1908	1,3359	1,297	1,1568
meziroční růst v %		21,78	25,77	19,08	33,59	29,79	15,68
Tržby podniku - prognóza	2017	2018	2019	2020	2021		
(tis. Kč)	1 147 283	1 226 429	1 333 727	1 400 413	1 438 306		
index	1,1246	1,069	1,0875	1,05	1,027		
meziroční růst v %	12,46	6,90	8,75	5,00	2,71		

### 3.1.3 Prognóza ziskové marže

Dalším generátorem hodnoty je zisková marže. Dle doporučení literatury prof. Maříka se zpracovává se ve dvou rovinách. Jako první bude zpracována zisková marže za minulost metodou shora, která se tvoří jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření a tržeb společnosti.

**Tab. 47: Prognóza ziskové marže shora (vlastní zpracování)**

Prognóza ziskové marže shora	Minulost					Prognóza				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zisková marže (z KPVH před odpisy) v%	8,07	9,99	8,00	6,94	9,51	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49
Průměrné tempo růstu	8,50%									
KPVH před odpisy (KPVH) v tis. Kč	34 455	50 826	54 364	61 242	97 008	97 408	104 128	113 238	118 900	122 117
Průměrné tempo růstu za minulost a plán	29,54%					5,81%				

Zisková marže měla v minulosti kolísavý vývoj, kdy nejnižší hodnoty dosahovala v roce 2015 a to 6,94 %, následující rok se podařilo marži navýšit téměř o 3 p.b.. Dá se to přisuzovat vyjednávací síle odběratelů. Naplánována je zisková marže ve výši 8,49 %. Dle strategické analýzy má podnik přijatelnou až dobrou perspektivu, proto se dá usuzovat, že udrží tuto marži do dalších let.

Jako druhá byla stanovena prognóza ziskové marže metodou zdola. Při této metodě vyjdeme navíc z hlavních nákladových a výnosových položek za minulost. Doplněny budou o méně významné položky. Predikce je vytvořena na základě metody podílu z tržeb.

**Tab. 48: Prognóza ziskové marže zdola, podíly z tržeb (vlastní zpracování)**

<b>Podíly z tržeb- minulost</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Obchodní marže</b>	19,87%	20,90%	18,85%	17,29%	19,88%
<b>Přidaná hodnota</b>	16,03%	16,49%	13,86%	12,75%	15,51%
<b>Osobní náklady</b>	7,73%	6,99%	5,81%	5,48%	5,60%
z toho Mzdové náklady	5,80%	5,25%	4,39%	4,20%	4,27%
Náklady na sociální zabezpečení	1,88%	1,70%	1,39%	1,26%	1,30%
<b>Daně a poplatky</b>	0,03%	0,05%	0,03%	0,03%	0,01%
<b>Ostatní provozní položky</b>	0,20%	-0,50%	0,00%	0,30%	0,40%
<b>Podíly z tržeb- prognóza</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Obchodní marže</b>	19,32%	19,32%	19,32%	19,32%	19,32%
<b>Přidaná hodnota</b>	14,86%	14,86%	14,86%	14,86%	14,86%
<b>Osobní náklady</b>	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%
z toho Mzdové náklady	4,74%	4,74%	4,74%	4,74%	4,74%
Náklady na sociální zabezpečení	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
<b>Daně a poplatky</b>	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
<b>Ostatní provozní položky</b>	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%

Obchodní marže a přidaná hodnota je prognózována na základě geometrického průměru za roky 2012-2016 a jejich výše do budoucna je 19,32 % a 14,86 %, přičemž jak vyplynulo ze strategické analýzy, tyto hodnoty jsou udržitelné.

Položka osobní náklady v sobě zahrnuje mzdové náklady a náklady na sociální zabezpečení. Společnost hledá nové zaměstnance na skladnické pozice a vzhledem k obecnému navyšování mezd se dá počítat s hodnotou 6,27 %.

Ostatní provozní položky zahrnují ostatní náklady, změnu rezerv, ostatní provozní výnosy a převody nákladů, které je složité prognózovat, jejich výše je tedy ponechána ve výši geometrického průměru za minulost. Stejně tak i položka daně a poplatky.

Pro doplnění je prognóza ziskové marže zdola vyjádřena jak v procentech, tak v konkrétních hodnotách, v tabulce níže. Navíc jsou prognózovány také výkony a výkonová spotřeba.

**Tab. 49: Prognóza ziskové marže zdola (vlastní zpracování)**

<b>Prognóza ziskové marže zdola</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Obchodní marže (tis. Kč)</b>	84 858	106 278	128 051	152 438	202 838	221 601	236 889	257 614	270 494	277 813
<i>Podíl z tržeb</i>	19,87%	20,90%	18,85%	17,29%	19,88%	19,32%	19,32%	19,32%	19,32%	19,32%
<i>Roční tempo růstu</i>		25,24%	20,49%	19,04%	33,06%	9,25%	6,90%	8,75%	5,00%	2,71%
<i>Průměrné tempo růstu</i>	24,34%					5,81%				
<b>Výkony (tis. Kč)</b>	21 491	19 853	18 298	20 428	18 526	23 530	25 153	27 354	28 721	29 499
<i>Podíl z tržeb</i>	5,03%	3,90%	2,69%	2,32%	1,82%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%
<i>Roční tempo růstu</i>		-7,62%	-7,83%	11,64%	-9,31%	27,01%	6,90%	8,75%	5,00%	2,71%
<i>Průměrné tempo růstu</i>	-3,64%					3,76%				
<b>Výkonová spotřeba (tis. Kč)</b>	37 881	42 257	52 173	60 457	63 147	74 733	79 889	86 878	91 222	93 691
<i>Podíl z tržeb</i>	8,87%	8,31%	7,68%	6,86%	6,19%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%
<i>Roční tempo růstu</i>		11,55%	23,47%	15,88%	4,45%	18,35%	6,90%	8,75%	5,00%	2,71%
<i>Průměrné tempo růstu</i>	13,63%					5,81%				
<i>Průměrná inflace (2012-2016)</i>	1,36%					2,16%				
<b>Osobní náklady (tis. Kč)</b>	33 007	35 576	39 498	48 365	57 160	71 881	76 839	83 562	87 740	90 114
<i>Podíl z tržeb</i>	7,73%	6,99%	5,81%	5,48%	5,60%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%
<i>Roční tempo růstu</i>		7,78%	11,02%	22,45%	18,18%	25,75%	6,90%	8,75%	5,00%	2,71%
<i>Průměrné tempo růstu</i>	14,72%					5,81%				
<b>KPZ zisk před odpisy</b>	34 455	50 826	54 364	61 242	97 008	97 408	104 128	113 238	118 900	122 117
<b>Zisková marže z KPZ před odpisy</b>	<b>8,07%</b>	<b>9,99%</b>	<b>8,00%</b>	<b>6,94%</b>	<b>9,51%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,49%</b>

Položka výkony obsahuje tržby za výrobky a služby, změnu stavu zásob a aktivací. Jejich podíl z tržeb měl v minulosti klesající tendenci a je předpoklad, že bude nižší, než byl průměr v minulosti, protože výroba výrobků podniku stále ustupuje prodeji zboží. Jeho prognóza je tedy ponížena na výši 2,05 %. Stejně tak výkonová spotřeba, která zahrnuje



spotřebu materiálu a služeb. Také její podíl v letech klesal a díky větší efektivitě procesů, je tedy ponechána na hodnotě 6,51 %.

Jako poslední je zde vypočítán korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je před odpisy, z důvodu, že v této fázi ještě není známá jejich výše. Je vypočítán jako rozdíl nákladů a výnosů. Dále zisková marže také před odpisy, která je vypočítána jako podíl KPVH před odpisy a tržbami v daném roce.

### 3.1.4 Prognóza pracovního kapitálu

Jako další část je potřeba prognózovat pracovní kapitál a jeho náročnost na růst tržeb. Budeme vycházet z ukazatelů doby obratu.

**Tab. 50: Doby obratu z tržeb (vlastní zpracování)**

Doba obratu ve dnech	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby celkem	124,3	118,59	177,45	167,5	150,55	145,8	145,8	145,8	145,8	145,8
Pohledávky	58,92	66,59	62,06	57,33	56,79	56,79	56,79	56,79	56,79	56,79
Krátkodobé závazky	41,81	41,31	36,69	24,89	26,56	36,02	36,02	36,02	36,02	36,02

Delší doby obratu zásob v minulosti jako například v roce 2014 a 2015 jsou způsobeny dlouhým váznutím zásob ve skladě. Je nakupováno mnoho druhů a množství zboží, obzvlášť pokud jde o dodávky především z Asie, společnost se tak snaží šetřit náklady na dopravu. Doba obratu zásob je predikována tak, že společnost do budoucna chce snížit doby obratu zásob a napomáhat prodejnosti méně prodejným produktům zůstávajícím ve skladu.

Ukazatele doby obratu pohledávek vykazují vyšší hodnoty než krátkodobých závazků, kdy nejoptimálnější varianta je, že doba obratu závazků převyšuje dobu obratu pohledávek. ARDON SAFETY s. r. o. platí své závazky poměrně rychle a nevyužívá takzvané dodavatelské úvěry, jak již bylo zmíněno ve finanční analýze. Odběratelům zase poskytuje slušné splatnosti faktur nebo odběratelé platí opožděně. Cílem společnosti je tedy tento vývoj optimalizovat lepším výběrem pohledávek a pozdějším placením dodavatelských faktur, což vzhledem k výsledkům strategické analýzy je reálné.

Provozně nutné peněžní prostředky jsou tvořeny z hodnoty krátkodobých závazků a to ve výši 20 %. Položky časového rozlišení lze jen těžko predikovat, proto jejich hodnoty jsou ponechány ve výši posledního roku. Stanovené hodnoty v tis. Kč jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 51: Upravený pracovní kapitál (vlastní zpracování)**

<b>Upravený prac. kapitál (tis. Kč)-minulost</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Zásoby	145 425	165 258	330 340	404 745	420 800
Pohledávky	68 947	92 787	115 537	138 514	158 730
Peněžní prostředky provozně nutné	9 786	11 512	5 581	12 030	14 846
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	350	298	769	1 158	1 369
Krátkodobé závazky	48 931	57 561	68 302	60 148	74 230
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	159	0	0	0	0
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>175 418</b>	<b>212 294</b>	<b>383 925</b>	<b>496 299</b>	<b>521 515</b>
<b>Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.</b>	<b>39,53%</b>				
<b>Upravený prac. kapitál (tis. Kč)-prognóza</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Zásoby	458 378	490 000	532 869	559 512	574 652
Pohledávky	178 500	190 814	207 508	217 884	223 779
Peněžní prostředky provozně nutné	22 642	24 204	26 322	27 638	28 386
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 369	1 369	1 369	1 369	1 369
Krátkodobé závazky	113 212	121 022	131 610	138 191	141 930
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0	0
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>547 678</b>	<b>585 365</b>	<b>636 458</b>	<b>668 212</b>	<b>686 256</b>
<b>Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.</b>	<b>47,62%</b>				

Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál  $k_{wc}$  v minulosti dosahoval nižších hodnot a to 39,53 %. Naprognózován byl na 47,62 %, což je způsobeno prognózovaným nižším přírůstkem tržeb za období 2017-2021.

### 3.1.5 Prognóza investic do dlouhodobého majetku

Dalším generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Majetek společnosti tvoří především softwary, automobily, vybavení skladu a kanceláří. Obecně se investice do dlouhodobého majetku nevyvíjejí plynule a je složité je prognózovat. Nejprve budeme vycházet z analýzy minulosti, kdy byla použita delší časová řada pro výpočet koeficientu náročnosti investic a to od roku 2006 do 2016.

**Tab. 52: Investice do dlouhodobého majetku dle minulosti v tis. Kč (vlastní zpracování)**

<b>Majetek</b>	<b>Minulý koeficient náročnosti</b>	<b>Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017-2021</b>
NM	0,014%	40
Stavby	0,170%	495
SMV	1,345%	3 914
<b>Celkem</b>	<b>1,529%</b>	<b>4 449</b>

Jako další byly stanoveny koeficienty náročnosti za soubor konkurenčních podniků také za období roku 2006 až 2016.

**Tab. 53: Investice do dlouhodobého majetku dle konkurentů v tis. Kč (vlastní zpracování)**

<b>Majetek</b>	<b>Minulý koeficient náročnosti</b>	<b>Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017-2021</b>
NM	0,589%	1 714
Stavby	2,674%	7 782
SMV	0,715%	2 081
<b>Celkem</b>	<b>3,798%</b>	<b>11 577</b>

Jako další zdroj informací pro stanovení koeficientu náročnosti na dlouhodobý majetek a investice byla konzultace se specialisty podniku. Položka nehmotného majetku počítá s pořízením nového softwaru a samostatné movité věci pak s průběžným obnovováním vozového parku a provozního a kancelářského vybavení.

**Tab. 54: Odhad investic netto do dlouhodobého majetku dle podniku v tis. Kč (vlastní zpracování)**

<b>Majetek</b>	<b>Odhad investic dle podniku 2017-2021</b>
NM	500
Stavby	0
SMV	25 000
<b>Celkem</b>	<b>25 500</b>

Syntézou těchto odhadů byl zpracován celkový výsledná odhad, kdy na základě koeficientu náročnosti dle minulosti konkurenčních podniků a na základě odhadu podnikových expertů byly vypočteny následující hodnoty.

**Tab. 55: Celkový odhad investic netto do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)**

<b>Majetek</b>	<b>Odhad investic dle podniku 2017-2021</b>
NM	1 107
Stavby	3 891
SMV	13 540
<b>Celkem</b>	<b>18 538</b>

Nový koeficient náročnosti do dlouhodobého majetku je vypočten jako celkové investice do dlouhodobého majetku 2017-2021 a podělený přírůstkem tržeb. Výsledný koeficient tedy nabývá hodnoty 6,37 %.

**Tab. 56: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů (vlastní zpracování)**

<b>Nehmotný majetek</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Původní - odpisy	218	218	173	0	0	0
- zůstatková hodnota	391	173	0	0	0	0
Nový - investice netto		221	221	221	221	221
- investice brutto		439	504	457	572	715
- pořizovací hodnota k 31. 12.		439	944	1 401	1 973	2 687
- odpisy		0	110	236	350	493
<b>Celkem - odpisy</b>		218	283	236	350	493
- zůstatková hodnota	<b>391</b>	<b>612</b>	<b>834</b>	<b>1 055</b>	<b>1 277</b>	<b>1 498</b>
<b>Stavby</b>	<b>2011</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Původní - odpisy	555	555	555	555	147	0
- zůstatková hodnota	1 813	1 258	702	147	0	0
Nový - investice netto		778	778	778	778	778
- investice brutto		1 334	1 378	1 424	1 063	951
- pořizovací hodnota k 31. 12.		1 334	2 712	4 136	5 199	6 150
- odpisy		0	44	90	138	173
<b>Celkem - odpisy</b>		555	600	646	285	173
- zůstatková hodnota	<b>1 813</b>	<b>2 591</b>	<b>3 369</b>	<b>4 148</b>	<b>4 926</b>	<b>5 704</b>
<b>Samostatné movité věci</b>	<b>2011</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Původní - odpisy	3 542	3 542	3 542	3 542	1 148	0
- zůstatková hodnota	11 775	8 233	4 691	1 148	0	0
Nový - investice netto		2 708	2 708	2 708	2 708	2 708
- investice brutto		6 250	7 292	8 507	7 531	7 638
- pořizovací hodnota k 31. 12.		6 250	13 542	22 050	29 581	37 219
- odpisy		0	1 042	2 257	3 675	4 930
<b>Celkem - odpisy</b>		3 542	4 584	5 799	4 823	4 930
- zůstatková hodnota	<b>11 775</b>	<b>14 483</b>	<b>17 191</b>	<b>19 899</b>	<b>22 607</b>	<b>25 315</b>

V tabulce výše, je podrobně rozepsán plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů. Celkové investice do majetku rozkládáme do jednotlivých let rovnoměrně.

Co se týče odpisů původního majetku, přebíráme jejich výši z posledního známého roku a předpokládáme je do dalších let konstantní. Původní majetek tak odepíšeme vždy maximálně do nuly. Když od poslední známé zůstatkové ceny odečteme hodnotu odpisů, zjistíme novou zůstatkovou cenu ke konci příslušného roku.

Investice do nového majetku plánujeme tak, že jsou pořízeny před koncem roku a jejich odpisy jsou zahájeny až roku následujícího. Průměrná doba odpisování u nehmotného majetku je stanovena na 4 roky, na 30 let u staveb a 6 let u samostatných movitých věcí.

Po sečtení odpisů původního a nového majetku zjistíme celkový odpis daného roku. Zůstatková hodnota příslušného roku je pak zjištěna jako součet zůstatkové ceny roku předcházejícího a nových investic netto roku příslušného.

**Tab. 57: Investice netto a brutto do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)**

<b>Celkem</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Odpisy	4 315	5 467	6 681	5 458	5 597
Zůstatková hodnota	17 687	21 394	25 102	28 810	32 517
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	<b>3 708</b>	<b>3 708</b>	<b>3 708</b>	<b>3 708</b>	<b>3 708</b>
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	<b>8 023</b>	<b>9 175</b>	<b>10 389</b>	<b>9 166</b>	<b>9 304</b>

V této tabulce je uveden součet odpisů majetku za období 2017 -2021, kdy se vychází ze zůstatkové hodnoty majetku k roku 2016 a z pořizovací ceny majetku k poslednímu dni příslušného období. Zůstatková cena k poslednímu dni se vypočte jako pořizovací cena minulého období a přičte se investice brutto současného období. Celkové investice brutto se skládají z netto investic, odpisů ze zůstatkové ceny majetku z předchozího roku a z odpisu pořizovací hodnoty roku minulého.

### **3.1.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu**

Z předchozích podkladů lze vypočítat, jaká bude rentabilita z investovaných prostředků. Nejprve je vypočten korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je po dani a odpisech. Daňovou sazbu uvažujeme neměnnou ve výši 19 %.

**Tab. 58: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)**

<b>Minulost</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sazba daně z příjmů	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
KPVZ po odpisech a po dani	26 490	39 360	41 408	46 180	74 725
ZM z KPVH po odpisech a po dani	6,20%	7,74%	6,09%	5,24%	7,32%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	<b>29,60%</b>				
Invest. kapitál provozně nutný k 31. 12.	187 018	222 259	397 876	512 522	535 680
Obrat invest. kapitálu provozně nutného	x	2,72	3,057	2,217	1,991
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>	<b>x</b>	<b>21,05%</b>	<b>18,63%</b>	<b>11,61%</b>	<b>14,58%</b>
<b>Prognóza</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Sazba daně z příjmů	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
KPVZ po odpisech a po dani	75 405	79 916	86 311	91 888	94 382
ZM z KPVH po odpisech a po dani	6,57%	6,52%	6,47%	6,56%	6,56%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	<b>6,01%</b>				
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	565 365	606 760	661 560	697 022	718 774
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	2,142	2,169	2,198	2,117	2,064
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>	<b>14,08%</b>	<b>14,14%</b>	<b>14,22%</b>	<b>13,89%</b>	<b>13,54%</b>

Prognóza tempa růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření je ve výši 6,01 %. Obrat investovaného provozně nutného kapitálu je pak vypočten jako podíl tržeb příslušného roku a výše majetku předchozího roku.

Pokud rentabilita investovaného kapitálu je větší než průměrné vážené náklady kapitálu, což je diskontní míra, tak podnik vytváří ekonomickou přidanou hodnotu ve výši tohoto rozdílu.

### **3.1.7 Ocenění na základě generátorů hodnoty – předběžné**

Po zpracování analýz a predikcí můžeme podnik ocenit na základě generátorů hodnoty. Toto ocenění slouží jako předběžný odhad, který bude dále upravován, z důvodu že hodnota kalkulované úrokové míry  $i$ , je v této fázi pouze odhadována.

Použijeme vypočtenou ziskovou marži po odpisech a po dani a koeficienty náročnosti na investice.

**Tab. 59: Zisková marže po dani (vlastní zpracování)**

Prognóza	2017	2018	2019	2020	2021
Zisková marže před odpisy	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%
Podíl odpisů na tržbách	0,38%	0,45%	0,50%	0,39%	0,39%
Zisková marže po odpisech	8,11%	8,04%	7,99%	8,10%	8,10%
<b>Zisková marže po dani</b>	<b>6,57%</b>	<b>6,52%</b>	<b>6,47%</b>	<b>6,56%</b>	<b>6,56%</b>

Průměrná zisková marže po odpisech a po dani je v uvedených letech 6,54 %. Tržby od roku 2016 jsou 1 020 212 tis. Kč. Průměrná náročnost růstu tržeb na netto investice do dlouhodobého majetku je 5,10% a průměrná náročnost růstu tržeb na netto investice do pracovního kapitálu je 47,62 %. Tyto hodnoty byly zjištěny z generátorů hodnoty.

**Tab. 60: Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty (vlastní zpracování)**

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	$g$	5,81%
Zisková marže po odpisech a po dani	$r_{ZM}$	6,54%
<b>Náročnost růstu tržeb na:</b>		
- růst pracovního kapitálu	$k_{ČPK}$	47,62%
- růst dlouhodobého majetku	$k_{DM}$	5,10%
- investice netto celkem		52,71%
Kalkulovaná úroková míra	$i$	9,00%
<b>Hodnota podniku brutto (=H)</b>		<b>1 233 590</b>

Kalkulovaná úroková míra  $i$  je předběžně stanovena na průměrné náklady kapitálu WACC odvětví CZ- NACE 46, a to na výši 9 %, která je zveřejňována ve statistikách Ministerstva průmyslu a obchodu. Jde pouze o předběžný odhad pro účel prvního ocenění podniku. Tempo růstu tržeb  $g$  bylo stanoveno na 5,81 % dle výsledků průměrného tempa predikovaných tržeb.

Předběžná hodnota podniku tedy vychází na 1 233 590 tis. Kč. Později při použití dvoufázové metody bude stanovena přesnější hodnota.

Nyní provedeme analýzu citlivosti na ziskovou marži a na diskontní míru. Výsledkem bude zjištění, jak je se změnou hodnota podniku, pokud se změní zisková marže a diskontní míra o 10, 20 a 30 %.

**Tab. 61: Analýza citlivosti (vlastní zpracování)**

<b>Analýza citlivosti - faktor zisková marže</b>		<b>ZM + 10%</b>	<b>ZM + 20%</b>	<b>ZM + 30%</b>
Zisková marže po odpisech a po dani	$r_{ZM}$	7,19%	7,91%	8,7%
Hodnota podniku brutto (=H)		1 455 112	1 698 786	1 966 827
<b>Změna hodnoty podniku o [%]</b>		<b>17,96%</b>	<b>37,71%</b>	<b>59,44%</b>
<b>Analýza citlivosti - faktor diskontní míra</b>		<b>ZM + 10%</b>	<b>ZM + 20%</b>	<b>ZM + 30%</b>
WACC	$i$	9,90%	10,89%	11,98%
Hodnota podniku brutto (=H)		961 841	774 230	637 457
<b>Změna hodnoty podniku o [%]</b>		<b>-22,03%</b>	<b>-37,24%</b>	<b>-48,33%</b>

Jak v případě ziskové marže, tak u diskontní sazby je změna nadproporcionální, protože změna o 10 % vede ke změně hodnoty společnosti 17,96 % a o -22,03%, což je více než 10 %.

O proporcionální změnu jde tehdy, způsobí-li změna parametru o 1 % změnu hodnoty podniku 1 %. Pokud způsobí změnu o méně, než 1 % jde o podproporcionální a více než 1 %, tak jde o změnu nadproporcionální. V těchto případech jde o změnu nadproporcionální a hodnota podniku je velmi citlivá na změny těchto faktorů.



## 4 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU

Další částí ocenění je sestavení finančního plánu. Pro společnost ARDON SAFETY s.r.o. je sestavena plánovaná výsledovka, rozvaha a plánové cash flow. Výkazy obsahují dosud vypočtené hodnoty a pro lepší přehlednost je zde uveden i poslední skutečný rok 2016.

**Tab. 62: Plánová výsledovka (vlastní zpracování)**

<b>a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem</b>						
<b>Plánovaná výsledovka</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Obchodní marže	202838	221 601	236 889	257 614	270 494	277 813
Výkony	18 526	23 530	25 153	27 354	28 721	29 499
Výkonová spotřeba	63 147	74 733	79 889	86 878	91 222	93 691
Přidaná hodnota	158 217	170 398	182 153	198 089	207 993	213 621
Osobní náklady	57 160	71 881	76 839	83 562	87 740	90 114
Daně a poplatky	109	299	320	348	365	375
Odpisy	4 755	4 315	5 467	6 681	5 458	5 597
Ostatní provozní položky	3 940	810	865	941	988	1015
<b>KPVH</b>	<b>92 253</b>	<b>93 093</b>	<b>98 661</b>	<b>106 557</b>	<b>113 422</b>	<b>116 521</b>

<b>b) Náklady na cizí kapitál</b>						
<b>Položka</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Nákladové úroky	2 598	7 615	7 615	7 615	7 615	7 615

<b>c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem</b>						
<b>Položka</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Výnosy z DFM	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	1	248	485	656	796	1 057
<b>VH z neprov. majetku</b>	<b>1</b>	<b>248</b>	<b>485</b>	<b>656</b>	<b>796</b>	<b>1 057</b>

<b>d) Celkový výsledek hospodaření</b>						
<b>Položka</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Celkový VH před daní	87 161	85 726	91 531	99 599	106 623	109 963
Daň	16 057	16 288	17 391	18 924	20 258	20 893
<b>VH za období po dani</b>	<b>71 104</b>	<b>69 438</b>	<b>74 287</b>	<b>80 675</b>	<b>86 365</b>	<b>89 070</b>

Pro lepší přehlednost při oceňování, jsou položky ve výkazech rozděleny na ty, které jsou a nejsou spojeny s provozním majetkem. Jelikož je v následujících letech počítáno

s úvěry v konstantní výši, je položka nákladových úroků vypočtena jako průměrná úroková sazba z krátkodobých úvěrů, která činí 2,43 %, krát hodnota bankovních úvěrů z plánové rozvahy. Dlouhodobé bankovní úvěry společnost neeviduje. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku nejsou plánovány společností ani neprovozní dlouhodobý majetek nevlastní. Výnosové úroky jsou vypočteny z krátkodobého finančního majetku daného roku, kdy je brána obvyklá úroková sazba na bankovních účtech 0,5 %.

**Tab. 63: Plánová rozvaha- Aktiva (vlastní zpracování)**

<b>Plánová rozvaha (tis.Kč)</b>						
<b>AKTIVA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>644 771</b>	<b>753 192</b>	<b>835 142</b>	<b>926 405</b>	<b>1 019 350</b>	<b>1 112 160</b>
Dlouhodobý majetek	14 274	17 982	21 689	25 397	29 105	32 812
Dlouhodobý NM	391	612	834	1 055	1 277	1 498
Dlouhodobý HM	13 774	17 260	20 747	24 233	27 719	31 205
• Pozemky	0	0	0	0	0	0
• Stavby	1 813	2 591	3 369	4 148	4 926	5 704
• Samostatné movité věci	11 775	14 483	17 191	19 899	22 607	25 315
• Jiný DHM	186	186	186	186	186	186
• Nedokončený DHM	0	0	0	0	0	0
• Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	109	109	109	109	109	109
a) Provozně potřebný	109	109	109	109	109	109
b) Provozně nepotřebný	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>629 128</b>	<b>733 841</b>	<b>812 084</b>	<b>899 639</b>	<b>988 877</b>	<b>1 077 979</b>
Zásoby	420 800	458 378	490 000	532 869	559 512	574 652
Pohledávky	158 730	178 500	190 814	207 508	217 884	223 779
KFM (peníze + účty)	49 598	96 962	131 269	159 262	211 481	279 547
a) Provozně potřebné	49 598	22 642	24 204	26 322	27 638	28 386
b) Provozně nepotřebné	34 752	74 320	107 065	132 940	183 842	251 161
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 369</b>	<b>1 369</b>	<b>1 369</b>	<b>1 369</b>	<b>1 369</b>	<b>1 369</b>

Položky dlouhodobého majetku jsou převzaty z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Krátkodobý finanční majetek je znovu pro lepší přehlednost vyčleněn na provozně nutný a nenutný, kdy za provozně nutný je uvažován ve výši 20 % z krátkodobých závazků. Časové rozlišení aktivní lze jen složitě predikovat, proto pro finanční plán zůstala jeho hodnota na úrovni roku 2016.

**Tab. 64: Plánová rozvaha- Pasiva (vlastní zpracování)**

<b>Plánová rozvaha (tis.Kč)</b>						
<b>PASIVA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>644 771</b>	<b>753 192</b>	<b>835 142</b>	<b>926 405</b>	<b>1 019 350</b>	<b>1 112 160</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>253 963</b>	<b>323 401</b>	<b>397 542</b>	<b>478 217</b>	<b>564 582</b>	<b>653 652</b>
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10	10
• Zákonný rezervní fond	10	10	10	10	10	10
• Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0
VH minulých let	182 758	253 862	323 300	397 441	478 116	564 481
VH běžného úč. období (+-)	71 104	69 438	74 140	80 675	86 365	89 070
<b>Cizí zdroje</b>	<b>390 808</b>	<b>429 790</b>	<b>437 600</b>	<b>448 188</b>	<b>454 769</b>	<b>458 508</b>
Rezervy	3 694	3 694	3 694	3 694	3 694	3 694
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	74 230	113 212	121 022	131 610	138 191	141 930
Bankovní úvěry a výpomoci	312 884	312 884	312 884	312 884	312 884	312 884
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	312 884	312 884	312 884	312 884	312 884	312 884
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Společnost neplánuje navyšování základního kapitálu, proto je stanoven na současnou výši 100 tis. Kč. Fondy ze zisku jsou tvořeny zákonným rezervním fondem, který nebyl a nebude rozpuštěn i když již není povinnost ho tvořit. Stav rezerv byl nechán na úrovni roku 2016, kdy je vytvořena ostatní rezerva na záruční opravy a zaměstnancům na nevyčerpanou dovolenou. Výše krátkodobých závazků je převzata z prognózy generátorů hodnoty a krátkodobé bankovní úvěry jsou naplánovány v konstantní výši. Dlouhodobé bankovní úvěry nejsou plánované.

**Tab. 65: Plánové cash flow (vlastní zpracování)**

<b>Položka</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Stav peněžních prostředků na počátku	35 131	49 598	96 962	131 269	159 262	211 481
<b>a) CF z provozního majetku</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>1) CF Z PROVOZU</b>						
KPVH (KPVHd)	92 253	93 093	98 661	106 557	113 442	116 521
Daň z KPVH (d x KPVHd)	17 528	17 688	18 746	20 246	21 554	22 139
<b>Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)</b>	<b>74 725</b>	<b>75 405</b>	<b>79 916</b>	<b>86 311</b>	<b>91 888</b>	<b>94 382</b>

<b>Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)</b>	<b>8 490</b>	<b>4 315</b>	<b>5 467</b>	<b>6 681</b>	<b>5 458</b>	<b>5 597</b>
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	4 755	4 315	5 467	6 681	5 458	5 597
Změna zůstatků rezerv	3 735	0	0	0	0	0
<b>Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)</b>	<b>-22 189</b>	<b>-18 367</b>	<b>-36 125</b>	<b>-48 975</b>	<b>-30 438</b>	<b>-17 296</b>
Změna stavu pohledávek	-20 216	-19 770	-12 314	-16 694	-10 375	-5 896
Změna stavu krátkodobých závazků	14 082	38 982	7 810	10 588	6 581	3 739
Změna stavu zásob	-16 055	-37 578	-31 622	-42 869	-26 643	-15 140
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>61 026</b>	<b>61 354</b>	<b>49 257</b>	<b>44 017</b>	<b>66 908</b>	<b>82 682</b>
<b>2) INVESTIČNÍ ČINNOST</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)		-8 023	-9 175	-10 389	-9 166	-9 304
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>		-8 023	-9 175	-10 389	-9 166	-9 304
<b>PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>		<b>53 331</b>	<b>40 083</b>	<b>33 629</b>	<b>57 742</b>	<b>73 378</b>
<b>b) Náklady na cizí kapitál</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ</b>	-2 598	-7 615	-7 615	-7 615	-7 615	-7 615

<b>c) CF z neprovozního majetku</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Příjmy z nepr. majetku</b>	<b>1 472</b>	<b>1 648</b>	<b>1 840</b>	<b>1 978</b>	<b>2 092</b>	<b>2 303</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	1	248	485	656	796	1 057
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	1 471	1 400	1 355	1 322	1 296	1 246
<b>CF Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM</b>	<b>1 472</b>	<b>1 648</b>	<b>1 840</b>	<b>1 978</b>	<b>2 092</b>	<b>2 303</b>
<b>d) Finanční činnost</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Změna stavu dlouhodobých závazků</b>	<b>-39 842</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM</b>	<b>-39 842</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>e) Peněžní tok celkem</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>		47 364	34 307	27 992	52 219	68 067
Stav peněžních prostředků na konci období	49 598	96 962	131 269	159 262	211 481	279 547

Položka difference v platbě daně z neprovozního majetku je dána tvorbou nepotřebných peněz nad úroveň provozně stanovené likvidity, které musí být odečteny z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Jde tedy o rozdíl mezi daňovou povinností běžného výsledku hospodaření a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Je uvažováno o převedení běžného výsledku hospodaření na výsledek hospodaření minulých let, stejně jako tomu bylo v minulých třech letech.

## 4.1 Finanční analýza finančního plánu

V této fázi je vhodné sestavit finanční analýzu plánu, abychom dokázali identifikovat případné hrozby nebo nemožnosti financování. Při finanční analýze plánu neznáme hodnoty konkurenčních podniků a lze tedy vycházet jen z doporučených hodnot.

**Tab. 66: Ukazatele likvidity dle finančního plánu (vlastní zpracování)**

Ukazatele likvidity		2017	2018	2019	2020	2021
1	Běžná likvidita	1,72	1,87	2,02	2,19	2,37
2	Pohotová likvidita	0,65	0,74	0,83	0,95	1,11
3	Okamžitá likvidita	0,23	0,30	0,36	0,47	0,61

Ukazatele likvidity jsou vypočteny z oběžných aktiv provozně potřebných a neprovozních a z krátkodobých závazků. Likvidita třetího stupně má doporučené hodnoty v rozmezí 1,5 - 2,5,. Likvidita v roce 2017 dosahuje hodnoty 1,72, v dalších letech se hodnota navyšuje a v posledním prognózovaném roce je ve výši 2,37. Ve všech letech tedy likvidita hodnoty splňuje.

Pohotovou likviditu je doporučováno držet v hodnotě 0,7 - 1,2, pouze v roce 2017 došlo k mírnému vychýlení o 0,05, jinak je podmínka splněna.

Okamžitá, která má doporučené rozmezí 0,2 - 0,5 je splněna také téměř ve všech plánovaných letech. Dá se říci, že ukazatele likvidity značí dobré výsledky a schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky není ohrožena.

Jako další analyzujeme ukazatele rentability.

**Tab. 67: Ukazatele rentability dle finančního plánu (vlastní zpracování)**

Ukazatele rentability (výnosnosti)		2017	2018	2019	2020	2021
1	ROA - Rentabilita celk. aktiv	14,52%	13,90%	13,54%	13,12%	12,36%
2	ROE - Rentabilita vl. kapitálu	21,47%	18,65%	16,87%	15,30%	13,63%
3	ROI - Rentabilita investic	27,51%	25,98%	23,18%	21,06%	18,78%

Také u těchto ukazatelů neznáme konkurenční hodnoty, v tomto případě lze také jen těžko hodnotit na základě doporučených hodnot. Například rentabilita aktiv je závislá na marži

a odlišné typy podniků ji mohou mít různou. V tomto ohledu může být vhodné srovnat rentability s minulostí. Co se týká rentability aktiv, její průměrná hodnota za minulost byla 12,77 %. Průměrná rentabilita v letech 2017-2021 je 13,48%. U rentabilit vlastního kapitálu a investic došlo oproti minulosti ke snížení. V porovnání s konkurencí však stále dosahuje slušných hodnot.

**Tab. 68: Ukazatele zadluženosti dle plánu (vlastní zpracování)**

Ukazatele zadluženosti		2017	2018	2019	2020	2021
1	Celková zadluženost	56,57%	51,96%	47,98%	44,25%	40,89%
2	Úrokové krytí	11,26	12,02	13,08	14,00	14,44
3	Equity Ratio	42,94%	47,60%	51,62%	55,39%	58,77%

Ukazatele zadluženosti vykazují také dobré hodnoty. Lze vidět, že zadluženost podniku se na konci roku 2021 snížila na 40,89 % a vyšší hodnoty nabývá i ukazatel samofinancování. Zisk převyšuje nákladové úroky až 13x, což je také pozitivní. Firma stále využívá spíše agresivnější způsob financování.

Hodnoty ukazatelů vykazují dobré výsledky, proto pokud se podnik neodchýlí od plánu, lze předpokládat, že bude zachován předpoklad tzv. going concern lze sestavit dvoufázový model DCF s pokračující hodnotou.

## 5 NÁKLADY KAPITÁLU

Z výše vypracovaných analýz můžeme předpokládat neomezené trvání podniku. Ocenění podniku bude tedy provedeno pomocí metody diskontovaných peněžních toků DCF entity a také metodou ekonomické přidané hodnoty EVA. Výpočet metodou diskontovaného cash flow je založen na volných peněžních tocích, které plynou pro vlastníky a věřitele, ty je potřeba diskontovat na současnou hodnotu a odečíst od nich cizí kapitál. Nejprve je potřebné určit diskontní míru, která bude na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu WACC, protože výpočet v sobě zahrnuje oba druhy kapitálu, jak cizího tak vlastního.

### 5.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti byly určeny pomocí výkazů, kdy byla za období 2012-2016 vypočtena úroková sazba úvěrů a následně stanovena průměrná úroková sazba. Postupuje se tak, že vezmeme výši úroků daného roku a vydělíme konečným stavem úvěru roku předcházejícího. Průměrná úroková sazba je tedy ve výši 2,43 %.

**Tab. 69: Náklady na cizí kapitál (v tis. Kč) (vlastní zpracování)**

Náklady na cizí kapitál	2012	2013	2014	2015	2016
Krátkodobé bankovní úvěry	112 467	110 394	256 747	352 726	312 884
Nákladové úroky	2 598	2 546	3 776	6 136	5 858
Úroková sazba		2,26%	3,42%	2,39%	1,66%

Průměrnou úrokovou sazbu 2,43 % dále upravíme o daňový štít.

### 5.2 Náklady na vlastní kapitál

V současné době jako nejlepší model sestavení nákladů vlastního kapitálu slouží model CAPM tedy Capital Asset Pricing Model. Tento model nejvíce odpovídá podmínce při

oceňování metodu DCF, že hodnoty kapitálu musejí být v tržní hodnotě. Je založen na výnosnosti kapitálového trhu, kdy jako nejvhodnější trh je považován trh americký, protože má dlouholetou tradici a je vyspělý. Profesor Damodaran pak tento model upravil pro neamerické podniky. Jeho modifikace modelu vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém trhu a k té je přičtena přírážka za rizika spojená se zemí, ve které se tento model použije, tzv. riziková prémie země. Důležité je zjistit a dopočítat následující údaje.

**Tab. 70: Náklady vlastního kapitálu (vlastní zpracování)**

<b>Konkrétní aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM</b>	
$r_f$ (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,73%
Beta nezadlužené pro "Retail General" (Evropa)	0,48
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2017)	4,88%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,81%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,22%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (USA aktuálně = 2,2%, ČR aktuálně = 2,5%)	<b>1,52%</b>
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	3,00%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	32%
Daňová sazba	19%
<b>Beta zadlužené</b>	<b>0,606</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>10,20%</b>

Upravená Damodaranova rovnice vypadá následovně.

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{USA} + RPZ$$

Aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů byla převzata z webu treasury.gov a jejich aktuální výnosnost je 2,73% (27). Hodnota  $\beta$  je beta, která byla převzata z webu profesora Damodarana (28).

Následně se tato hodnota musí upravit na zadluženou betu, dle Hamadovy rovnice. Riziková prémie kapitálového trhu USA je stanovena jako geometrický průměr let 1928-2017 a je ve výši 4,88%, hodnoty jsou k dispozici na také na stránkách prof. Damodarana (29).



RPZ znamená riziková prémie země, která se odvozuje z ratingu země, kdy za základ je považován rating USA AAA. Česká republika má výši ratingu A1(30).

Z ratingů je pak určeno riziko selhání země ve výši 0,81 %, které je upraveno o rozdíl výnosnosti trhu akcií a státních dluhopisů. Je doporučeno vycházet z koeficientu 1,5 dle Damodarana. Riziková přírážka se dále upravuje o rozdíl v inflaci mezi USA a Českou republikou. Co se týče rizikové přírážky za menší likviditu vlastnických podílů, tak jak vyplynulo ze strategické analýzy, společnost je závislá na dvou jednatelech a existuje riziko, že by tito lidé společnost opustili a podnik by již nemusel dosahovat plánovaných výsledků. Po vypočtení náklady vlastního kapitálu vycházení na 10,20 %.

### 5.3 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC

Váhy jednotlivých položek kapitálu byly stanoveny iteračním postupem a byla získána následující kapitálová struktura.

Tab. 71: Váhy zpoplatněného kapitálu (vlastní zpracování)

Váhy položek kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	963 674	75,49%
Bankovní úvěry krátkodobé	312 884	24,51%
<b>Cizí kapitál celkem</b>	<b>312 884</b>	<b>24,51%</b>
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>1 276 558</b>	<b>100,00%</b>

V této fázi můžeme přejít k výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu, kdy hodnoty z předchozí tabulky dosadíme do rovnice pro WACC. Při výpočtu nákladů na cizí kapitál byl také zohledněn úrokový daňový štít. Průměrné vážené náklady kapitálu dosahují hodnoty 8,18%

Tab. 72: Průměrné vážené náklady kapitálu (vlastní zpracování)

Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	75,49%	10,2%	7,70%
Cizí kapitál po dani	24,51%	1,97%	0,48%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>			<b>8,18%</b>

## 6 NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ

Podnik bude oceněn na základě výnosových metod, a to na základě metody diskontovaných peněžních toků DCF entity a poté metodou ekonomické přidané hodnoty EVA. Tyto metody by při správném výpočtu měly vykazovat stejné výsledky.

### 6.1 Ocenění metodou DCF

Metoda vychází z diskontování peněžních toků, kterými vyjádříme současnou hodnotu společnosti. Jelikož nedokážeme zjistit, jak dlouhá bude budoucnost, počítáme tedy tyto peněžní toky do nekonečna. Z toho důvodu je budoucnost rozdělena na dvě fáze. První fáze vychází z období, které jsme schopni predikovat a máme pro něj stanoven finanční plán. V případě ARDON SAFETY s.r.o. bude délka 1. fáze 5 let. Při 2. fázi se vychází ze stabilních parametrů posledního roku finančního plánu, tedy roku 2022.

Nejprve je potřeba určit volné peněžní toky FCFF podle finančního plánu za roky 2017-2021. Poté se peněžní toky přepočítají na současnou hodnotu za použití diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC. Toky se sečtou a je zjištěna současná hodnota podniku 1. fáze.

Hodnoty jsou uvedeny v následujících tabulkách.

**Tab. 73: Investovaný provozně nutný kapitál k 31.12 (vlastní zpracování)**

1. fáze	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Provozně nutný DM	14 274	17 982	21 689	25 397	29 105	32 812	x
Upravený prac. kapitál	521 515	547 678	585 365	636 458	668 212	686 256	x
Investovaný kapitál celkem	535 789	565 660	607 055	661 855	697 317	719 069	744 596

KPVH	92 253	93 093	98 661	106 557	113 442	116 521	x
KPVH po upravené dani	74 725	75 405	79 916	86 311	91 888	94 382	97 732

Provozně nutný dlouhodobý majetek je dopočten z finančního plánu jako součet provozně nutného nehmotného, hmotného a finančního majetku. Upravený pracovní kapitál je pak dán součtem zásob, pohledávek, provozně nutných peněz a aktivního časového rozlišení z plánové rozvahy, od čeho jsou pak odečten krátkodobé závazky a pasivní časové rozlišení.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z plánové výsledovky a je dále upraven o 19% daň.

Vypočtený rok 2022 slouží jako podklad pro výpočet 2. fáze a bude zdůvodněn později. Následující krok je zjištění volného cash flow, které slouží jako informace, kolik peněz lze z podniku odebrat, aniž by byl ohrožen jeho chod.

**Tab. 74: Volné cash flow pro první fázi (vlastní zpracování)**

<b>Volné cash flow pro 1. fázi</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
KPVH	93 093	98 661	106 557	113 442	116 521
Upravená daň	17 688	18 746	20 246	21 554	22 139
<b>KPVH po dani</b>	<b>75 405</b>	<b>79 916</b>	<b>86 311</b>	<b>91 888</b>	<b>94 382</b>
Odpisy	4 315	5 467	6 681	5 458	5 597
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-8 023	-9 175	-10 389	-9 166	-9 304
Investice do prov. nutného prac. kapitálu	-26 163	-37 687	-51 093	-31 754	-18 044
<b>FCFF (free cash flow to firm)</b>	<b>45 535</b>	<b>38 520</b>	<b>31 511</b>	<b>56 426</b>	<b>72 630</b>

Ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření byly přičteny odpisy. Položka úpravy o nepeněžní operace je ve výši 0, z důvodu, že zahrnuje změnu rezerv a v našem případě počítáme s nezměněnými rezervami. Dále jsou odečteny investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu. Nižších hodnot volného cash flow, jako například v roce 2019, bylo dosaženo v důsledku vyšších investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Zjištěné volné cash flow FCFF musíme dále diskontovat vypočtenými průměrnými váženými náklady kapitálu WACC 8,18 %.

**Tab. 75 :Diskontované cash flow 2017 -2021 (vlastní zpracování)**

Diskontované FCFF k 1. 1. 2017	2017	2018	2019	2020	2021
Tis. Kč	42 090	32 913	24 888	41 195	49 014
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)	0,9244	0,8544	0,7898	0,7301	0,6748

Sečtením diskontovaných cash flow jednotlivých let, zjistíme hodnotu 1. fáze, která činí 190 100 tis. Kč.

Hodnotu druhé fáze od roku 2022, tedy pokračující hodnoty lze vypočítat buď Parametrickým, nebo Gordonovým vzorcem. Za správného postupu dávají stejný výsledek.

Předpokládané tempo růstu tržeb od roku 2022 bude nižší než za období první fáze, kdy dosahovalo hodnoty 6,01 %. Oceňovaný podnik je řazen mezi podniky ve fázi zralosti a je pro něj typický rychlejší růst v období první fáze. Ve druhé fázi již předpokládáme stabilní tempo růstu tržeb, které by mělo být v určitém rozmezí, a to minimálně na úrovni inflace a maximálně na úrovni udržitelného HDP, které činí 3,55 %. Jeho hodnota byla získána aritmetickým průměrem vývoje HDP b. c. za období od roku 2010 do 2021. Z této hodnoty budeme dále vycházet.

**Tab. 76: Výpočet pokračující hodnoty DCF (vlastní zpracování)**

Pokračující hodnota – 2. fáze	
Tempo růstu	3,55%
Míra investic netto do DM a PK	26,12%
Rentabilita investic netto	13,59%
<b>FCFF 2022</b>	72 205
Parametrický vzorec	1 558 449
Gordonův vzorec	1 558 449

Co se týče výpočtu Gordonova vzorce, tak pokračující hodnota je odvozena z FCFF 2022, tempa růstu 3,55 % a diskontní míry 8,18 %. FCFF roku 2022 bylo vypočteno jako KPVH roku 2022 (tj. první rok druhé fáze) snížený o rozdíl odhadovaného investovaného kapitálu mezi roky 2022 a 2021 a činí 72 205 tis. Kč.

$$PH = \frac{FCFF_{2022}}{i_k - g} = \frac{72\,205}{0,0818 - 0,0355} = 1\,558\,449 \text{ tis.}$$

V případě parametrického vzorce je nutno stanovit míru investic netto do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu. Ta se určí jako podíl změny investovaného kapitálu mezi roky 2022 a 2021 a hodnoty KPVH po dani v roce 2022, což je první rok druhé fáze. Míra investic netto do DM a PK je tedy 26,12%. Jako další je pro jeho výpočet potřebná také rentabilita investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu a ta je vypočtena jako podíl tempa růstu 3,55 % a míry investic netto 26,12 %. Rentabilita tedy činí 13,59 %. Po dosazení do Parametrického vzorce dostáváme také hodnotu 1 558 449 tis. Kč. Diskontováním pak odvodíme současnou hodnotu 2. fáze, která je ve výši 1 051 706 tis. Kč.

$$PH = \frac{KPVH_{2022} * (1 - \frac{g}{r})}{i_k - g} = \frac{97\,732 * (1 - \frac{0,0355}{0,1359})}{0,0818 - 0,0355} = 1\,558\,449 \text{ tis. Kč}$$

$$H = 1\,558\,449 * \frac{1}{(1 + 0,0818)^5} = 1\,051\,706 \text{ tis. Kč}$$

Nyní můžeme určit hodnotu podniku brutto, jakmile odečteme částku cizího kapitálu, zjistíme netto hodnotu podniku, která je zároveň výší vlastního kapitálu. Součet diskontovaných peněžních toků dává hodnotu 1. fáze. Hodnota podniku 1 449 920 tis. po diskontování vykazuje současnou hodnotu 1 020 052 tis. Kč. Po sečtení zjistíme provozní hodnotu brutto, od které je odečten úročený cizí kapitál k datu ocenění. Je zjištěna netto hodnota, ke které je přičten neprovozní majetek k datu ocenění, což v našem případě je 34 752 tis. Kč ve výši neprovozní hotovosti.

**Tab. 77 : Výsledné ocenění společnosti metodou DCF (vlastní zpracování)**

<b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2017</b>	<b>Tis. Kč</b>
Současná hodnota 1. fáze	190 100
Současná hodnota 2. fáze	1 051 706
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>1 241 806</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	312 884
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>928 922</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	34 752
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>963 674</b>

Hodnota vlastního kapitálu společnosti vypočtena metodou diskontovaných peněžních toků na úrovni entity je 963 674 tis. Kč.

## 6.2 Ocenění metodou EVA

Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty je také založeno na dvou fázích. Při metodě EVA můžeme zjistit, zda podnik tvoří přidanou hodnotu v 1. fázi.

Výpočet vychází s následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC$$

kde:

EVA	ekonomická přidaná hodnota
NOPAT	čistý zisk z operační činnosti, který v tomto případě odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření
NOA	čistá operační aktiva, která odpovídají výši provozně nutného investovaného kapitálu
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

Při výpočtu hodnoty první fáze, jsou vypočteny ekonomické přidané hodnoty jednotlivých plánovaných let, tedy období 2017 -2021. Tyto hodnoty se poté diskontují. Diskontní sazba je na úrovni WACC, tedy 8,18 %.

**Tab. 78: Výpočet diskontované EVA (vlastní zpracování)**

1. fáze	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	74 725	75 405	80 057	86 618	87 803	87 657	90 768
NOA (ke konci období)	535 789	564 322	604 380	657 843	660 214	660 770	684 228
WACC x NOA <sub>t-1</sub>	x	43 624	45 947	49 208	53 561	53 754	53 799
<b>EVA</b>	x	<b>31 782</b>	<b>34 111</b>	<b>37 410</b>	<b>34 242</b>	<b>33 903</b>	<b>36 969</b>
Odůročitel WACC	x	0,9247	0,8551	0,7907	0,7331	0,6761	
<b>EVA diskontovaná</b>	x	<b>29 389</b>	<b>29 168</b>	<b>29 581</b>	<b>25 037</b>	<b>22 922</b>	

Jak lze vidět, společnost ve všech letech první fáze vytváří přidanou hodnotu. V prvním prognózovaném roce 2017 je tato přidaná hodnota ve výši 29 389 tis. Kč v dalších letech

se snižuje až na 22 922 tis. Kč. Po sečtení zjišťujeme současnou hodnotu 1. fáze, která činí 139 568 tis. Kč.

Při stanovení hodnoty druhé fáze vycházíme ze stejných předpokladů jako u předcházející metody DCF entity a vypočteme ji Gordonovým vzorcem. Výslednou hodnotu pak diskontujeme a zjišťujeme současnou hodnotu druhé fáze.

$$PH = \frac{EVA_{2022}}{i_k - g} = \frac{38\,890}{0,0818 - 0,0355} = 839\,381 \text{ tis. Kč}$$

$$H = 839\,381 * \frac{1}{(1+0,0818)^5} = 566\,449 \text{ tis. Kč}$$

Stanovení výsledného ocenění metodou EVA je uvedeno v následující tabulce.

**Tab. 79: Ocenění společnosti metodou EVA (vlastní zpracování)**

<b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2017</b>	<b>Tis. Kč</b>
Současná hodnota 1. fáze	139 568
Současná hodnota 2. fáze	566 449
<b>MVA (tržní přidaná hodnota)</b>	<b>706 017</b>
NOA k datu ocenění	535 789
Provozní hodnota brutto	1 241 806
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	312 884
Provozní hodnota netto	928 922
Neprovozní majetek k datu ocenění	34 752
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA</b>	<b>963 674</b>

Sečtením hodnot první a druhé fáze získáme hodnotu MVA nebo-li tržní přidanou hodnotu, která představuje současnou hodnotu budoucích ekonomických přidaných hodnot. K této částce jsou přičtena čistá operační aktiva k datu ocenění ve výši 535 789 tis. Kč a je zjištěna provozní hodnota podniku brutto, která je upravena o úročený cizí kapitál k datu ocenění ve výši 312 884 Kč představující výši krátkodobých bankovních úvěrů. Tímto je stanovena provozní hodnota netto, ke které je přičten neprovozní majetek k datu ocenění.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody ekonomické přidané hodnoty EVA vychází na 963 674 tis. Kč. Výsledky obou použitých metod DCF i EVA jsou shodné.

**Objektivizovaná hodnota společnosti ARDON SAFETY s.r.o. k datu 1. 1. 2017 byla tedy oběma metodami stanovena na 963 674 tis. Kč.**



## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu společnosti ARDON SAFETY s.r.o. se sídlem v České republice s použitím metody DCF entity. Pro výsledné ocenění byly využity výnosové metody dvě, a to metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity a metoda ekonomické přidané hodnoty EVA. Pro splnění cíle bylo potřebné vykonat dílčí kroky, které zahrnovaly vypracování strategické analýzy, finanční analýzy za 5 let a zpracování finančního plánu.

Jako první byla zjištěna teoretická východiska potřebná ke stanovení hodnoty podniku. Na základě těchto poznatků byla provedena strategická analýza, který se zabývala celkovým vnějším a vnitřním výnosovým potenciálem společnosti, kdy součástí vnějšího potenciálu společnosti bylo vymezení a analýza relevantního trhu podniku. Pomocí využití statistických metod byla provedena prognóza trhu a v závislosti na něm stanovena predikce tržeb podniku ARDON SAFETY s.r.o.

Z výsledků finanční analýzy vyplynulo, že podnik nemá finanční problémy ohrožující jeho budoucí existenci. Společnost je každoročně zisková a rentabilní a to jak v porovnání s konkurencí tak s jeho oborem dle CZ –NACE 46.42. Mezi nedostatky patřily nízké hodnoty likvidity. Bylo zjištěno, že k datu ocenění byla společnost zadlužená přibližně z 60 %, avšak s nemá problém s hrazením nákladových úroků z důvodu dostatečně je převyšujícího zisku.

Ze závěrů strategické a finanční analýzy lze konstatovat, že společnost ARDON SAFETY s.r.o. je zdravá a lze předpokládat neomezené pokračování podniku tzv. going concern. Bylo tedy možno pro ocenění použít výnosové metody. Nejprve bylo nutné sestavit finanční plán na období 2017 -2021. Ten byl vytvořen na základě prognózy generátorů hodnoty, které plánovaly provozně nutný majetek procentním podílem z tržeb a doby obratu vztažené k tržbám.

Dále byla stanovena diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál WACC, a to ve výši 8,18 %, které byly vypočteny modelem oceňování kapitálových aktiv CAPM modifikovaných profesorem Damodaranem.

Ocenění podniku bylo provedeno metodou diskontovaných peněžních toků DCF entity a metodou ekonomické přidané hodnoty EVA, kdy hodnota společnosti dosahovala oběma metodami stejné výše, a to 963 674 tis. Kč.

Závěrem tedy byla zjištěna objektivizovaná hodnota společnosti ARDON SAFETY s.r.o. ve výši 963 674 tis. Kč, čímž byly cíle práce splněny.

## SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- (2) Zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník
- (3) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- (4) *International valuation standards 2007* /. 8th ed. London: IVSC, c2007. ISBN 978-0-922154-94-4.
- (5) Metody oceňování. *Oceňování podniků, jejich částí a podílů* [online]. Kladno: Ing. Kateřina Valentová Worschlová, 2011 [cit. 2017-12-11]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>
- (6) SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.
- (7) MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.
- (8) KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9453-8.
- (9) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- (10) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku: teorie pro praxi*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-251-3386-6.

- (11) KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2016. Finanční řízení. ISBN 978-80-7380-591-3.
- (12) SŮVOVÁ, Helena. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Bankovní institut, 1999. Bankovníctví. ISBN 80-726-5027-0.
- (13) GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 3. V Praze: Oeconomica, 2006. ISBN 80-245-1108-8.
- (14) DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: Financial Times Prentice Hall, 2006. ISBN 04-717-5121-9.
- (15) MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku: security analysis for investment and corporate finance*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- (16) REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management I.*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská., 2002. 114 s. ISBN 80-214-2249-1.
- (17) Úplný výpis z obchodního rejstříku ARDON SAFETY s.r.o. In: *Justice.cz* [online]. 2018 [cit. 2018-02-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=6150&typ=UPLNY>
- (18) Společnosti koncernu holoubek. In: *Holoubek* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://holoubek.cz/firmy>
- (19) Účetní závěrka 2012-2015: ARDON SAFETY s.r.o. In: *Justice.cz: sbírka listin* [online]. 2017 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=6150>
- (20) Statistická ročenka Olomouckého kraje 2017. In: *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statisticka-rocenka-olomouckeho-kraje-2017>

- (21) Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu. In: *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2014 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/uroven-vzdelani-obyvatelstva-podle-vysledku-scitani-lidu-2011-xllg5xjb8q>
- (22) Zaměstnanost v průmyslu: Průměrný evidenční počet zaměstnanců a průměrný počet zaměstnaných osob ve fyzických osobách. In: *Český statistický úřad* [online]. 14.12.2017 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/pru\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/pru_cr)
- (23) Makroekonomická predikce - leden 2018: Shrnutí predikce. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2018 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>
- (24) Účetní závěrka 2012-2016: ČERVA GROUP a.s. In: *Justice.cz: sbírka listin* [online]. 2017 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=661888>
- (25) Účetní závěrka 2012-2016: CANIS SAFETY a.s. In: *Justice.cz: sbírka listin* [online]. 2017 [cit. 2018-03-09]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=256396>
- (26) Finanční analýza podnikové sféry 2016. In: *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2016, 2016 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>
- (27) Daily Treasury Yield Curve Rates. *U.S. department of the treasury* [online]. 2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
- (28) Unlevered Beta: Current data. In: *DAMODARAN online* [online]. [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- (29) Risk Premiums for Other Markets: Current data. In: *DAMODARAN online* [online]. [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

(30) Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí. In: *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni\\_vztahy/rating/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/)

## SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Výpočet upraveného pracovního kapitálu .....	30
Tab. 2: Výpočet korigovaného provozního VH pro FCFF .....	35
Tab. 3: Výpočet volného peněžního toku FCFF .....	36
Tab. 4: Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu .....	44
Tab. 5: Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv .....	45
Tab. 6: Vývoj populace v okrese Přerov a Olomouckém kraji 2010- 2016 .....	49
Tab. 7: Struktura vzdělání v Olomouckém kraji 2014-2016 .....	50
Tab. 8: Počet osob zaměstnaných v průmyslu 2010-2016 .....	52
Tab. 9: Vývoj a predikce zaměstnanosti v ČR.....	52
Tab. 10: Vývoj a predikce HDP v ČR.....	53
Tab. 11: Míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen v ČR .....	54
Tab. 12: Úrokové sazby PRIBOR 3M, Repo 2T v letech 2010-2019.....	54
Tab. 13: Vývoj nominálních měnových kurzů eura a amerického dolaru .....	55
Tab. 14: Tržní podíl společnosti ČERVA GROUP a.s. ....	58
Tab. 15: Tržní podíl společnosti CANIS SAFETY s.r.o.....	58
Tab. 16: Tržby odvětví CZ-NACE 46.....	61
Tab. 17: Počet podniků, zaměstnanců a rentabilita CZ-NACE 46 .....	62
Tab. 18: Hodnocení atraktivity trhu .....	63
Tab. 19: Tržby odvětví CZ-NACE 46 období 2010-2016.....	64
Tab. 20: Závislost trhu na makroekonomických ukazatelích .....	64
Tab. 21: Prognóza tržeb odvětví CZ-NACE 46.....	65
Tab. 22: Hodnocení kvality managementu .....	66
Tab. 23: Hodnocení personální oblasti.....	67
Tab. 24: Kritéria konkurenční síly podniku.....	68
Tab. 25 :Odvození tržního podílu ARDON SAFETY s.r.o.....	70
Tab. 26: Prognóza tržeb ARDON SAFETY s.r.o. ....	70
Tab. 27: Horizontální analýza rozvahy – aktiva .....	71
Tab. 28: Vertikální analýza rozvahy – aktiva .....	73
Tab. 29: Horizontální analýza rozvahy – pasiva.....	74
Tab. 30: Vertikální analýza rozvahy - pasiva .....	75

Tab. 31: Horizontální analýza výsledovky .....	76
Tab. 32: Vertikální analýza výsledovky .....	77
Tab. 33: Čistý pracovní kapitál .....	78
Tab. 34: Ukazatele likvidity.....	79
Tab. 35: Ukazatele zadluženosti .....	80
Tab. 36: Ukazatele rentability .....	81
Tab. 37: Ukazatele aktivity .....	83
Tab. 38: Altmanův index .....	84
Tab. 39: Index IN05 .....	85
Tab. 40: Ukazatele rentability - konkurenční podniky.....	86
Tab. 41: Ukazatele aktivity - konkurenční podniky .....	87
Tab. 42: Ukazatele zadluženosti - konkurenčními podniky .....	88
Tab. 43: SWOT analýza společnosti ARDON SAFETY s.r.o. ....	90
Tab. 44: Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný .....	93
Tab. 45: Výpočet KPHV .....	94
Tab. 46: Prognóza tržeb společnosti ARDON SAFETY s.r.o.....	95
Tab. 47: Prognóza ziskové marže shora .....	95
Tab. 48: Prognóza ziskové marže zdola, podíly z tržeb .....	96
Tab. 49: Prognóza ziskové marže zdola .....	97
Tab. 50: Doby obratu z tržeb .....	98
Tab. 51: Upravený pracovní kapitál .....	99
Tab. 52: Investice do dlouhodobého majetku dle minulosti v tis. Kč .....	100
Tab. 53: Investice do dlouhodobého majetku dle konkurentů v tis. Kč .....	100
Tab. 54: Odhad investic netto do dlouhodobého majetku dle podniku v tis. Kč .....	100
Tab. 55: Celkový odhad investic netto do dlouhodobého majetku .....	101
Tab. 56: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů .....	101
Tab. 57: Investice netto a brutto do dlouhodobého majetku .....	102
Tab. 58: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu .....	103
Tab. 59: Zisková marže po dani.....	104
Tab. 60: Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty .....	104
Tab. 61: Analýza citlivosti.....	105
Tab. 62: Plánová výsledovka .....	106



Tab. 63: Plánová rozvaha- Aktiva.....	107
Tab. 64:Plánová rozvaha- Pasiva .....	108
Tab. 65: Plánové cash flow .....	108
Tab. 66: Ukazatele likvidity dle finančního plánu .....	110
Tab. 67:Ukazatele rentability dle finančního plánu .....	110
Tab. 68:Ukazatele zadluženosti dle plánu .....	111
Tab. 69: Náklady na cizí kapitál .....	112
Tab. 70: Náklady vlastního kapitálu .....	113
Tab. 71:Váhy zpoplatněného kapitálu .....	114
Tab. 72: Průměrné vážené náklady kapitálu .....	114
Tab. 73: Investovaný provozně nutný kapitál k 31.12 .....	115
Tab. 75:Volné cash flow pro první fázi.....	116
Tab. 76 :Diskontované cash flow 2017 -2021 .....	117
Tab. 77: Výpočet pokračující hodnoty DCF .....	117
Tab. 78 : Výsledné ocenění společnosti metodou DCF .....	118
Tab. 79: Výpočet diskontované EVA.....	119
Tab. 80: Ocenění společnosti metodou EVA.....	120
Schéma 1: Struktura koncernu (vlastní zpracování dle 18) .....	47
Schéma 2: Organizační struktura (vlastní zpracování).....	48
Schéma 3 : Matice konkurenční síly podniku (vlastní zpracování dle 9).....	69

## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

CF	Cash flow (peněžní tok)
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Diskontované peněžní toky
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EU	Evropská unie
EUR	Měna Euro
EVA	Ekonomický přidaná hodnota
FCFF	Peněžní toky do firmy, peněžní toky pro vlastníky a věřitele
GDPR	Obecné nařízení o ochraně osobních údajů
HDP	Hrubý domácí produkt
HDP b.c.	Hrubý domácí produkt v běžných cenách
HM	Hmotný majetek
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti podniku po dani
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Rentabilita vloženého kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SMV	Samostatné movité věci

TZH	Technické zhodnocení
USA	Spojené státy americké
USD	Měna americký dolar
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha podniku v analyzovaných letech.....	I
Příloha 2: Výsledovka podniku v analyzovaných letech.....	IV
Příloha 3 : Vertikální analýza rozvahy .....	V
Příloha 4: Horizontální analýza rozvahy .....	VII
Příloha 5: Horizontální analýza výsledovky .....	IX
Příloha 6: Vertikální analýza výsledovky .....	X

## Příloha 1: Rozvaha podniku v analyzovaných letech

<b>Rozvaha – aktiva k 31.12. v tis. Kč netto*</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Aktiva celkem</b>	254 702	284 226	466 296	595 884	644 771
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	11 600	9 965	14 069	16 336	14 274
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	71	1 036	728	391
B.1.2 .Ocenitelná práva	0	56	829	568	294
B.1.2.1 Software	0	56	0	0	0
B.1.2.2. Ostatní ocenitelná práva	0	0	829	568	294
B.I.4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	136	89	97
B.I.5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehm.maj a nedokončený dlouhodobý nehm majetek	0	15	71	71	0
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	15	71	71	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	11 600	9 894	12 915	15 495	13 774
B.II.1. Pozemky a stavby	5 749	887	993	1 857	1 813
B.II.1.2 Stavby	5485	887	993	1 857	1 813
B.II.2. Hmotné movité věci a jejich soubory	5851	8976	11 557	13 313	11 775
B.II.4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	31	327	325	186
B.II.4.3 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	31	327	325	186
B.II.5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný	0	0	38	0	0
B.II.5.2 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	38	0	0
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	0	0	118	113	109
B.III.3. Podíly - podstatný vliv (pod.v úč.j pod podst.vlivem+poř.dfm)	0	0	118	113	109
<b>C. Oběžná aktiva</b>	242752	273963	451 458	578 390	629 128
C.I. Zásoby	145 425	165 258	330 340	404 745	420 800
C.I.1. Materiál	2899	2868	2 506	2 012	2 042
C.I.3. Výrobky a zboží	124012	142653	272571	378075	401175
C.I.3.1 Výrobky	484	480	604	697	581
C.I.3.2 Zboží	123528	142173	271 967	377 378	400 594
C.I.5. Poskytnuté zálohy na zásoby	18514	19737	55 263	24 658	17 583
C. II. Pohledávky	68 947	92 787	115 537	138 514	158 730
C.II. 1 Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	1004
C.II.1.4. Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	1 004
C.II.2 Krátkodobé pohledávky	68 947	92 787	115 537	138 514	157 726
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	67901	92330	114 729	137 691	156 354
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	717	457	714	706	1372
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	623	337	528	478	1 206
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	94	120	186	228	166
C.II.4.3. Stát – daňové pohledávky	329	0	94	117	0

C.IV. Peněžní prostředky	28 380	15 918	5 581	35 131	49 598
C.IV.1.Peněžní prostředky v pokladně	348	353	329	404	436
C.IV.2.Peněžní prostředky na účtech	28032	15565	5 252	34 727	49 162
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	350	298	769	1 158	1 369
D.1. Náklady příštích období	350	298	385	406	1 026
D.2. Komplexní náklady příštích období	0	0	384	384	343
D.3. Příjmy příštích období	0	0	0	368	0

<b>Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Pasiva celkem</b>	254 702	284 226	466 296	595 884	644 771
<b>A. Vlastní kapitál</b>	91 581	116 079	141 142	182 863	253 963
A.I. Základní kapitál	100	100	100	100	100
A.I.1. Základní kapitál	100	100	100	100	100
A.II. Ažio a kapitálové fondy	0	0	0	-5	-9
A.II.2. Kapitálové fondy	0	0	0	-5	-9
A.II.2.2 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	-5	-9
A.III. Fondy ze zisku	10	10	10	10	10
A.III.1. Ostatní rezervní fondy	10	10	10	10	10
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	71 596	77 471	101 969	141 032	182 758
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	71596	77471	101 969	141 032	182 758
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+/-)	19875	38498	39 063	41 726	71 104
<b>B.+C. Cizí zdroje</b>	162962	168147	325 154	413 021	390 808
B. Rezervy	1 000	0	0	0	3 694
B.IV. Ostatní rezervy	1000	0	0	0	3 694
C. Závazky	165 638	168 147	325 154	413 021	387 114
C.I. Dlouhodobé závazky	4 240	192	105	147	0
C.I. 2. Závazky k úvěrovým institucím dlouhodobé	3 676	0	0	0	0
C.I.8.Odložený daňový závazek	22	63	105	147	0
C.I.9.3 Jiné závazky	542	129	0	0	0
C.II. Krátkodobé závazky	161 398	167 955	325 049	412 874	387 114
C.II.2 Závazky k úvěrovým isnitucím krátkodobé	112467	110394	256 747	352 726	312 884
C.II.3. Krátkodobé přijaté zálohy	712	525	1 328	444	5 674
C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	7508	15100	14 720	10 728	12 093
C.II. 6. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	25049	25021	29 025	31 032	0
C.II.8. Závazky ostatní	15662	16915	23229	17944	56463
C.II.8.1. Závazky ke společníkům	0	0	5 118	116	156
C.II.8.3 Závazky k zaměstnancům	1665	1746	1 935	2 244	2 664
C.II.8.4 Závazky ze sociál.zabezpeč. a zdrav.pojišť.	937	957	1 082	1 268	1 535

C.II.8.5. Stát –daňové závazky a dotace	4311	6684	7 907	9 039	13 329
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	1270	1778	2 868	2 161	37 226
C.II.8.7. Jiné závazky	7479	5750	4 319	3 116	1 553
<b>D. Časové rozlišení pasiv</b>	159	0	0	0	0
D.1. Výdaje příštích období	159	0	0	0	0
D.2. Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

## Příloha 2: Výsledovka podniku v analyzovaných letech

VZZ - Položka k 31.12. v tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
I.. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	21344	19691	18 020	20 317	18 605
II. Tržby za prodej zboží	427140	508620	679 483	881 901	1 020 212
A. Výkonová spotřeba	380 163	444 599	603 605	789 920	880 521
A. 1 Náklady vynaložené na prodané zboží	342282	402342	551 432	729 463	817 374
A.2 Spotřeba materiálu a energie	20403	20147	20 017	25 488	22 127
A.3. Služby	17478	22110	32 156	34 969	41 020
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-125	-131	-255	-109	79
C. Aktivace	-22	-31	-23	-2	0
D. Osobní náklady	33 007	35 576	39 498	48 365	57 160
D.1. Mzdové náklady	24784	26716	29 847	37 008	43 579
D.2.1 Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	8040	8647	9 414	11 085	13 268
D.2.2 Ostatní náklady	183	213	237	272	313
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 391	2 430	3 804	5 839	4 838
E.1.Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 751	2 234	3 243	4 230	4 755
E.1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku -trvalé	1751	2234	3 243	4 230	4 755
E.2. Úpravy hodnot zásob (změna stavu rezerv a op.pol v prov.oblasti, jen část k zásobám)	148	198	631	1 533	-1 117
E.3. Úpravy hodnot pohledávek	492	-2	-70	76	1 200
III. Ostatní provozní výnosy	2 442	6 409	2 078	4 218	2 768
III.1.Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	140	3259	167	403	89
III.2. Tržby z prodaného materiálu	373	195	55	85	58
III.3. Jiné provozní výnosy	1929	2955	1 856	3 730	2 621
F. Ostatní provozní náklady	2 733	5 293	1 740	5 214	6 786
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	119	4884	128	290	197
F. 2. Zůstatková cena prodaného materiálu	319	178	3	1	2
F.3.Daně a poplatky	125	265	192	231	109
F.4. Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	1000	-1000	0	0	3 735
F.5. Jiné provozní náklady	1170	966	1 417	4 692	2 743
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>32 779</b>	<b>46 984</b>	<b>51 212</b>	<b>57 209</b>	<b>92 201</b>
V.I. Výnosové úroky a podobné výnosy	29	2	2	5	1
V.I.2. Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	29	2	2	5	1
J. Nákladové úroky	2 598	2 546	3 776	6 136	5 858
J.1 Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	779	150



J.2. Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	2598	2546	3 776	5 357	5 708
VII.Ostatní finanční výnosy	5096	8098	7 951	11 738	7 021
K. Ostatní finanční náklady	10451	5027	6 809	10 625	6 204
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-7 924</b>	<b>527</b>	<b>-2 632</b>	<b>-5 018</b>	<b>-5 040</b>
<b>****Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>24 855</b>	<b>47 511</b>	<b>48 580</b>	<b>52 191</b>	<b>87 161</b>
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	4980	9013	9 517	10 465	16 057
Q.1. - splatná	4974	8972	9 475	10 422	17 208
- odložená	6	41	42	43	-1 151
<b>** Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>19 875</b>	<b>38 498</b>	<b>39 063</b>	<b>41 726</b>	<b>71 104</b>
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	<b>19 875</b>	<b>38 498</b>	<b>39 063</b>	<b>41 726</b>	<b>71 104</b>
Čistý obrát	456 051	542 820	707 534	918 179	1 048 607

### Příloha 3 : Vertikální analýza rozvahy

<b>Rozvaha – aktiva k 31.12. v tis. Kč netto*</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Aktiva celkem</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	4,55	3,51	3,02	2,74	2,21
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,02	0,22	0,12	0,06
B.1.2 .Ocenitelná práva	0,00	0,02	0,18	0,10	0,05
B.1.2.1 Software	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
B.1.2.2. Ostatní ocenitelná práva	0,00	0,00	0,18	0,10	0,05
B.I.4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,03	0,01	0,02
B.I.5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehm.maj a nedokončený dlouhodobý nehm majetek	0,00	0,01	0,02	0,01	0,00
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,01	0,02	0,01	0,00
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	4,55	3,48	2,77	2,60	2,14
B.II.1. Pozemky a stavby	2,26	0,31	0,21	0,31	0,28
B.II.1.2 Stavby	2,15	0,31	0,21	0,31	0,28
B.II.2. Hmotné movité věci a jejich soubory	2,30	3,16	2,48	2,23	1,83
B.II.4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,01	0,07	0,05	0,03
B.II.4.3 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,01	0,07	0,05	0,03
B.II.5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
B.II.5.2 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	0,03	0,02	0,02
B.III.3. Podíly - podstatný vliv (pod.v úč.j pod podst.vlivem+poř.dfm)	0,00	0,00	0,03	0,02	0,02
<b>C. Oběžná aktiva</b>	95,31	96,39	96,82	97,06	97,57
C.I. Zásoby	57,10	58,14	70,84	67,92	65,26
C.I.1. Materiál	1,14	1,01	0,54	0,34	0,32

C.I.3. Výrobky a zboží	48,69	50,19	58,45	63,45	62,22
C.I.3.1 Výrobky	0,19	0,17	0,13	0,12	0,09
C.I.3.2 Zboží	48,50	50,02	58,32	63,33	62,13
C.I.5. Poskytnuté zálohy na zásoby	7,27	6,94	11,85	4,14	2,73
C. II. Pohledávky	27,07	32,65	24,78	23,25	24,62
C.II. 1 Dlouhodobé pohledávky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16
C.II.1.4. Odložená daňová pohledávka	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16
C.II.2 Krátkodobé pohledávky	27,07	32,65	24,78	23,25	24,46
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	26,66	32,48	24,60	23,11	24,25
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	0,28	0,16	0,15	0,12	0,21
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,24	0,12	0,11	0,08	0,19
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03
C.II.4.3. Stát – daňové pohledávky	0,13	0,00	0,02	0,02	0,00
C.IV. Peněžní prostředky	11,14	5,60	1,20	5,90	7,69
C.IV.1.Peněžní prostředky v pokladně	0,14	0,12	0,07	0,07	0,07
C.IV.2.Peněžní prostředky na účtech	11,01	5,48	1,13	5,83	7,62
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	0,14	0,10	0,16	0,19	0,21
D.1. Náklady příštích období	0,14	0,10	0,08	0,07	0,16
D.2. Komplexní náklady příštích období	0,00	0,00	0,08	0,06	0,05
D.3. Příjmy příštích období	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00

<b>Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč</b>					
<b>Pasiva celkem</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>A. Vlastní kapitál</b>	35,96	40,84	30,27	30,69	39,39
A.I. Základní kapitál	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02
A.I.1. Základní kapitál	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02
A.II. Ážio a kapitálové fondy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.II.2. Kapitálové fondy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.II.2.2 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.III. Fondy ze zisku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.III.1. Ostatní rezervní fondy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	28,11	27,26	21,87	23,67	28,34
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	28,11	27,26	21,87	23,67	28,34
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+/-)	7,80	13,54	8,38	7,00	11,03
<b>B.+C. Cizí zdroje</b>	63,98	59,16	69,73	69,31	60,61
B. Rezervy	0,39	0,00	0,00	0,00	0,57
B.IV. Ostatní rezervy	0,39	0,00	0,00	0,00	0,57
C. Závazky	65,03	59,16	69,73	69,31	60,04
C.I. Dlouhodobé závazky	1,66	0,07	0,02	0,02	0,00
C.I. 2. Závazky k úvěrovým institucím dlouhodobé	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00
C.I.8.Odložený daňový závazek	0,01	0,02	0,02	0,02	0,00
C.I.9.3 Jiné závazky	0,21	0,05	0,00	0,00	0,00

C.II. Krátkodobé závazky	63,37	59,09	69,71	69,29	60,04
C.II.2 Závazky k úvěrovým institucím krátkodobé	44,16	38,84	55,06	59,19	48,53
C.II.3. Krátkodobé přijaté zálohy	0,28	0,18	0,28	0,07	0,88
C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	2,95	5,31	3,16	1,80	1,88
C.II. 6. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	9,83	8,80	6,22	5,21	0,00
C.II.8. Závazky ostatní	6,15	5,95	4,98	3,01	8,76
C.II.8.1. Závazky ke společníkům	0,00	0,00	1,10	0,02	0,02
C.II.8.3 Závazky k zaměstnancům	0,65	0,61	0,41	0,38	0,41
C.II.8.4 Závazky ze sociál.zabezpeč. a zdrav.pojišť.	0,37	0,34	0,23	0,21	0,24
C.II.8.5. Stát –daňové závazky a dotace	1,69	2,35	1,70	1,52	2,07
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	0,50	0,63	0,62	0,36	5,77
C.II.8.7. Jiné závazky	2,94	2,02	0,93	0,52	0,24
<b>D. Časové rozlišení pasiv</b>	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
D.1. Výdaje příštích období	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
D.2. Výnosy příštích období	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

#### Příloha 4: Horizontální analýza rozvahy

<b>Rozvaha – aktiva k 31.12. v tis. Kč netto*</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
<b>Aktiva celkem</b>	11,59	64,06	27,79	8,20
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	-14,09	41,18	16,11	-12,62
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek		1 359,15	-29,73	-46,29
B.1.2 .Ocenitelná práva		1 380,36	-31,48	-48,24
B.1.2.1 Software		-100,00		
B.1.2.2. Ostatní ocenitelná práva			-31,48	-48,24
B.I.4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek			-34,56	8,99
B.I.5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehm.maj a nedokončený dlouhodobý nehm majetek		373,33	0,00	-100,00
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		373,33	0,00	-100,00
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	-14,71	30,53	19,98	-11,11
B.II.1. Pozemky a stavby	-84,57	11,95	87,01	-2,37
B.II.1.2 Stavby	-83,83	11,95	87,01	-2,37
B.II.2. Hmotné movité věci a jejich soubory	53,41	28,75	15,19	-11,55
B.II.4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek		954,84	-0,61	-42,77
B.II.4.3 Jiný dlouhodobý hmotný majetek		954,84	-0,61	-42,77
B.II.5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný			-100,00	
B.II.5.2 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek			-100,00	
B.III. Dlouhodobý finanční majetek			-4,24	-3,54
B.III.3. Podíly - podstatný vliv			-4,24	-3,54

<b>C. Oběžná aktiva</b>	12,86	64,79	28,12	8,77
C.I. Zásoby	13,64	99,89	22,52	3,97
C.I.1. Materiál	-1,07	-12,62	-19,71	1,49
C.I.3. Výrobky a zboží	15,03	91,07	38,71	6,11
C.I.3.1 Výrobky	-0,83	25,83	15,40	-16,64
C.I.3.2 Zboží	15,09	91,29	38,76	6,15
C.I.5. Poskytnuté zálohy na zásoby	6,61	180,00	-55,38	-28,69
C. II. Pohledávky	34,58	24,52	19,89	14,59
C.II. 1 Dlouhodobé pohledávky				
C.II.1.4. Odložená daňová pohledávka				
C.II.2 Krátkodobé pohledávky	34,58	24,52	19,89	13,87
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	35,98	24,26	20,01	13,55
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	-36,26	56,24	-1,12	94,33
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	-45,91	56,68	-9,47	152,30
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	27,66	55,00	22,58	-27,19
C.II.4.3. Stát – daňové pohledávky	-100,00		24,47	-100,00
C.IV. Peněžní prostředky	-43,91	-64,94	529,48	41,18
C.IV.1.Peněžní prostředky v pokladně	1,44	-6,80	22,80	7,92
C.IV.2.Peněžní prostředky na účtech	-44,47	-66,26	561,21	41,57
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	-14,86	158,05	50,59	18,22
D.1. Náklady příštích období	-14,86	29,19	5,45	152,71
D.2. Komplexní náklady příštích období			0,00	-10,68
D.3. Příjmy příštích období				-100,00

<b>Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
<b>Pasiva celkem</b>	11,59	64,06	27,79	8,20
<b>A. Vlastní kapitál</b>	26,75	21,59	29,56	38,88
A.I. Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
A.I.1. Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
A.II. Ážio a kapitálové fondy				80,00
A.II.2. Kapitálové fondy				80,00
A.II.2.2 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků				80,00
A.III. Fondy ze zisku	0,00	0,00	0,00	0,00
A.III.1. Ostatní rezervní fondy	0,00	0,00	0,00	0,00
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	8,21	31,62	38,31	29,59
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	8,21	31,62	38,31	29,59
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+/-)	93,70	1,47	6,82	70,41
<b>B.+C. Cizí zdroje</b>	3,18	93,37	27,02	-5,38
B. Rezervy	-100,00			
B.IV. Ostatní rezervy	-100,00			
C. Závazky	1,51	93,37	27,02	-6,27

C.I. Dlouhodobé závazky	-95,47	-45,31	40,00	-100,00
C.I. 2. Závazky k úvěrovým institucím dlouhodobé	-100,00			
C.I.8.Odložený daňový závazek	186,36	66,67	40,00	-100,00
C.I.9.3 Jiné závazky	-76,20	-100,00		
C.II. Krátkodobé závazky	4,06	93,53	27,02	-6,24
C.II.2 Závazky k úvěrovým institucím krátkodobé	-1,84	132,57	37,38	-11,30
C.II.3. Krátkodobé přijaté zálohy	-26,26	152,95	-66,57	1 177,93
C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	101,12	-2,52	-27,12	12,72
C.II. 6. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-0,11	16,00	6,91	-100,00
C.II.8. Závazky ostatní	8,00	37,33	-22,75	214,66
C.II.8.1. Závazky ke společníkům			-97,73	34,48
C.II.8.3 Závazky k zaměstnancům	4,86	10,82	15,97	18,72
C.II.8.4 Závazky ze sociál.zabezpeč. a zdrav.pojišť.	2,13	13,06	17,19	21,06
C.II.8.5. Stát –daňové závazky a dotace	55,05	18,30	14,32	47,46
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	40,00	61,30	-24,65	1 622,63
C.II.8.7. Jiné závazky	-23,12	-24,89	-27,85	-50,16
<b>D. Časové rozlišení pasiv</b>	-100,00			
D.1. Výdaje příštích období	-100,00			
D.2. Výnosy příštích období				

#### Příloha 5: Horizontální analýza výsledovky

<b>VZZ - Položka k 31.12. v tis. Kč</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
I.. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	-7,74	-8,49	12,75	-8,43
II. Tržby za prodej zboží	19,08	33,59	29,79	15,68
A. Výkonová spotřeba	16,95	35,76	30,87	11,47
A. 1 Náklady vynaložené na prodané zboží	17,55	37,06	32,29	12,05
A.2 Spotřeba materiálu a energie	-1,25	-0,65	27,33	-13,19
A.3. Služby	26,50	45,44	8,75	17,30
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti	4,80	94,66	-57,25	-172,48
C. Aktivace	40,91	-25,81	-91,30	
D. Osobní náklady	7,78	11,02	22,45	18,18
D.1. Mzdové náklady	7,80	11,72	23,99	17,76
D.2.1 Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	7,55	8,87	17,75	19,69
D.2.2 Ostatní náklady	16,39	11,27	14,77	15,07
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	1,63	56,54	53,50	-17,14
E.1.Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	27,58	45,17	30,43	12,41
E.1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku -trvalé	27,58	45,17	30,43	12,41
E.2. Úpravy hodnot zásob (změna stavu rezerv a op.pol v prov.oblasti, jen část k zásobám)	33,78	218,69	142,95	-172,86

E.3. Úpravy hodnot pohledávek	- 100,41	3 400,00	-208,57	1 478,95
III. Ostatní provozní výnosy	162,45	-67,58	102,98	-34,38
III.1. Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	2 227,86	-94,88	141,32	-77,92
III.2. Tržby z prodaného materiálu	-47,72	-71,79	54,55	-31,76
III.3. Jiné provozní výnosy	53,19	-37,19	100,97	-29,73
F. Ostatní provozní náklady	93,67	-67,13	199,66	30,15
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 004,20	-97,38	126,56	-32,07
F. 2. Zůstatková cena prodaného materiálu	-44,20	-98,31	-66,67	100,00
F.3. Daně a poplatky	112,00	-27,55	20,31	-52,81
F.4. Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	- 200,00			0,00
F.5. Jiné provozní náklady	-17,44	46,69	231,12	-41,54
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	43,34	9,00	11,71	61,17
V.I. Výnosové úroky a podobné výnosy	-93,10	0,00	150,00	-80,00
V.I.2. Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	-93,10	0,00	150,00	-80,00
J. Nákladové úroky	-2,00	48,31	62,50	-4,53
J.1. Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba			0,00	-80,74
J.2. Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	-2,00	48,31	41,87	6,55
VII. Ostatní finanční výnosy	58,91	-1,82	47,63	-40,19
K. Ostatní finanční náklady	-51,90	35,45	56,04	-41,61
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	- 106,65	- 599,43	90,65	0,44
<b>**** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	91,15	2,25	7,43	67,00
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	80,98	5,59	9,96	53,44
Q.1. - splatná	80,38	5,61	9,99	65,11
- odložená	583,33	2,44	2,38	-2 776,74
<b>** Výsledek hospodaření po zdanění</b>	93,70	1,47	6,82	70,41
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	93,70	1,47	6,82	70,41
Čistý obrát	19,03	30,34	29,77	14,21

#### Příloha 6: Vertikální analýza výsledovky

VZZ - Položka k 31.12. v tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
I.. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	4,68	3,63	2,55	2,21	1,77
II. Tržby za prodej zboží	93,66	93,70	96,04	96,05	97,29
A. Výkonová spotřeba	83,36	81,91	85,31	86,03	83,97
A. 1 Náklady vynaložené na prodané zboží	75,05	74,12	77,94	79,45	77,95
A.2 Spotřeba materiálu a energie	4,47	3,71	2,83	2,78	2,11
A.3. Služby	3,83	4,07	4,54	3,81	3,91
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,03	-0,02	-0,04	-0,01	0,01
C. Aktivace	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00

D. Osobní náklady	7,24	6,55	5,58	5,27	5,45
D.1. Mzdové náklady	5,43	4,92	4,22	4,03	4,16
D.2.1 Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	1,76	1,59	1,33	1,21	1,27
D.2.2 Ostatní náklady	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,52	0,45	0,54	0,64	0,46
E.1.Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,38	0,41	0,46	0,46	0,45
E.1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku -trvalé	0,38	0,41	0,46	0,46	0,45
E.2. Úpravy hodnot zásob (změna stavu rezerv a op.pol v prov.oblasti, jen část k zásobám)	0,03	0,04	0,09	0,17	-0,11
E.3. Úpravy hodnot pohledávek	0,11	0,00	-0,01	0,01	0,11
III. Ostatní provozní výnosy	0,54	1,18	0,29	0,46	0,26
III.1.Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,03	0,60	0,02	0,04	0,01
III.2. Tržby z prodaného materiálu	0,08	0,04	0,01	0,01	0,01
III.3. Jiné provozní výnosy	0,42	0,54	0,26	0,41	0,25
F. Ostatní provozní náklady	0,60	0,98	0,25	0,57	0,65
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,03	0,90	0,02	0,03	0,02
F. 2. Zůstatková cena prodaného materiálu	0,07	0,03	0,00	0,00	0,00
F.3.Daně a poplatky	0,03	0,05	0,03	0,03	0,01
F.4. Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,22	-0,18	0,00	0,00	0,36
F.5. Jiné provozní náklady	0,26	0,18	0,20	0,51	0,26
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>7,19</b>	<b>8,66</b>	<b>7,24</b>	<b>6,23</b>	<b>8,79</b>
V.I. Výnosové úroky a podobné výnosy	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
V.I.2. Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
J. Nákladové úroky	0,57	0,47	0,53	0,67	0,56
J.1 Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0,00	0,00	0,00	0,08	0,01
J.2. Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0,57	0,47	0,53	0,58	0,54
VII.Ostatní finanční výnosy	1,12	1,49	1,12	1,28	0,67
K. Ostatní finanční náklady	2,29	0,93	0,96	1,16	0,59
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1,74</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,48</b>
<b>****Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>5,45</b>	<b>8,75</b>	<b>6,87</b>	<b>5,68</b>	<b>8,31</b>
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	1,09	1,66	1,35	1,14	1,53
Q.1. - splatná	1,09	1,65	1,34	1,14	1,64
- odložená	0,00	0,01	0,01	0,00	-0,11
<b>** Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>4,36</b>	<b>7,09</b>	<b>5,52</b>	<b>4,54</b>	<b>6,78</b>
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	<b>4,36</b>	<b>7,09</b>	<b>5,52</b>	<b>4,54</b>	<b>6,78</b>
Čistý obrat	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00